Zur Zinstheorie von J. M. Keynes.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde
der hohen philosophischen Fakultät
der Friedrich-Alexanders-Universität Erlangen

vorgelegt von

Pauline Hopf
aus Fürth i. B.

Tag der mündlichen Prüfung: 12. November 1938

Gedruckt
im Tageblatt-Haus Coburg
1939

Referent: Professor Dr. Moeller
Dekan: Professor Dr. Herrigel

Meinen Eltern!

Vorwort.

Für die Anregung zu dieser Arbeit, sowie für die wertvolle Förderung ihres Gedeihens möchte in an dieser Stelle Herrn Professor Dr. Moeller meinen Dank aussprechen!

Herr Professor Dr. Moeller hatte mir ursprünglich vorgeschlagen, eine Untersuchung der dogmengeschichtlichen und theoretischen Bedeutung des Risikomomentes für die Zinstheorie zum Gegenstand meiner Dissertation zu machen. In diesem Zusammenhang hatte mich Professor Dr. Moeller auf das neueste Werk John Maynard Keynes' aufmerksam gemacht. Das eingehende Studium dieses Werkes konzentrierte mein Interesse auf die, theoretisch und wirtschaftspolitisch gleichermaßen bedeutsame These Keynes', die Selbststeuerung der liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft müsse, unter den gegenwärtigen Umständen, notwendig versagen, insofern, als das Prinzip des Laissez-faire nicht gestatte, die sämtlichen Arbeitswilligen einer Volkswirtschaft zu beschäftigen, weil der Zins nicht die Funktion erfülle, die Entscheidungen zu sparen mit den Entscheidungen zu investieren ins Gleichgewicht zu bringen. Diese These Keynes' ist zweifellos für den deutschen, nationalsozialistischen Volkswirt von ganz besonderer Aktualität, einmal weil die Rettung der deutschen Volkswirtschaft vor dem endgültigen Verfall und ihr gegenwärtiger, beispielloser Aufstieg mit der grundsätzlichen Abkehr der Wirtschaftspolitik vom Prinzip des Laissez-faire verbunden war, zum anderen, weil die gegenwärtige geistesgeschichtliche Situation das Ringen der deutschen Wirtschaftswissenschaft um die endgültige geistige Ueberwindung des Laissez-faire-Prinzip zeigt. Diese Aktualität der Keynes'schen These bewog mich, in Keynes' neue Anschauung über die Funktion und die Bestimmungsgründe des Zinses tiefer einzudringen, das Für und Wider abzuwägen, die Fülle der Keynes'-Rezensionen durchzuarbeiten und mir bestimmte, selbständige Urteile über die Keynes'sche Zinstheorie zu bilden. Auf diese Weise entstand die vorliegende Arbeit, die natürlich kein abschließendes Urteil über Keynes' neue Zinstheorie zu fällen sich anmaßt, sondern lediglich Gedanken, die dem Verfasser als wesentlich erschienen, herausstellen will.

Die Arbeit weist den technisch-formalen Mangel auf, daß nicht sämtliche laufenden englisch-sprachigen Veröffentlichungen zur Keynes'schen Theorie

berücksichtigt wurden. Dieser Mangel war unvermeidbar: denn zu meinem Bedauern waren mir einzelne Besprechungen der Keynes'schen Theorie, die in Zeitschriften außereuropäischen Erscheinungsortes veröffentlicht wurden, unzugänglich. Ich war angewiesen auf die Literatur, die im Staatswissenschaftlichen Seminar und in der Universitätsbibliothek Erlangen vorhanden war, sowie die Literatur, die mir die Universitätsbibliothek Erlangen von anderen deutschen Universitäts- bzw. Staatsbibliotheken verschaffen konnte und weiter die Literatur, die mir das Institut für Weltwirtschaft Kiel in großzügig-entgegenkommender Weise zur Verfügung stellen konnte.

Ich möchte an dieser Stelle den genannten Instituten meinen Dank aussprechen.

Pauline Hopf.

Inhaltsverzeichnis.

Einleitung.

Gegenstand der Arbeit ist die kritische Würdigung der zinstheoretischen Ausführungen J. M. Keynes', in seinem neuesten Werk, „The General Theory of Employment, Interest, and Money" („Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes") [1]).

Die innere Folgerichtigkeit und Geschlossenheit zwischen Keynes' Voraussetzungen und den daraus abgeleiteten Schlußfolgerungen soll gleichermaßen geprüft werden, wie die objektive Haltbarkeit und sachliche Richtigkeit der Keynes'schen Voraussetzungen und Behauptungen.

Keynes' neue Anschauung über das Wesen und die Bestimmungsgründe des Zinsfußes bildet den Angelpunkt seiner gesamten Allgemeinen Theorie [2]): die Grundfrage, die Keynes stellt, ist die nach der Höhe und den Bestimmungsgründen des Einkommens und der Beschäftigung in einer Wirtschaftsgesellschaft [3]): (geldliches) Einkommen und Beschäftigung — so argumentiert die Keynes'sche Analyse — entsteht in der modernen Laissez-faire-Wirtschaft durch die Produktion von Gütern materieller und immaterieller Art; soweit das geldliche Gesamteinkommen konsumiert wird, wird es reproduziert — die Nachfrage nach Gütern gibt den Unternehmern Anlaß, die Produktion wieder aufzunehmen, Beschäftigung bzw. Arbeitsgelegenheiten in grundsätzlich der gleichen Höhe zu schaffen. Soweit das gesamte Einkommen nicht für Konsumgüter ausgegeben wird, fällt diese direkte Reproduktion des Einkommens aus; um das Einkommen und die Beschäftigung auf der ursprünglichen Höhe zu erhalten, muß in Höhe der Ersparnis [3]) eine Produktion, d. h. eine Schaffung von Arbeitsgelegenheiten und Einkommen stattfinden, die eben durch andere Momente, als die laufende Konsumgüternachfrage ausgelöst sein muß: diese Produktion ist die Investition [3]). Die Investition — so argumentiert Keynes weiter — hängt unter anderem ab von

---

1) J. M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest, and Money. London, Macmillan, 1936. Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Ins Deutsche übersetzt von Fritz Waeger. München und Leipzig 1936.

Wir zitieren regelmäßig die Deutsche Ausgabe, obwohl an der Uebersetzung stilistische Mängel und auch sonstige, das Verständnis erschwerende Unzulänglichkeiten gerügt wurden, so z. B. von A. Amonn (Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung", in Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 147, H. 1, S. 1—27; S. 1, Anmerkung 1) und H. Peter (Zu Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes", in: der gleichen Zeitschrift, Bd. 146, H. 1, S. 61 ff.; S. 65). Wir haben jeweils die deutsche Ausgabe mit dem Original verglichen, wobei sich ergab, daß die Uebersetzung sinnstörende Fehler nicht enthält. Immerhin wird an einigen Stellen auch auf das Original verwiesen werden.

2) Vgl. J. A. Schumpeter: The General Theory of Employment, Interest, and Money by J. M. Keynes, in: Journal of the American Statistical Association, Vol. XXXI, No. 196, S. 791 bis 795; Sch. spricht von „the pivotal position which it (it = der Zins, D. V.) holds in Mr. Keynes' analysis" (S. 795).

3) Eine genaue Angabe, in welchem Sinn die Begriffe Einkommen, Ersparnis und Investition von Keynes gebraucht werden, erübrigt sich hier, da die nachfolgende Untersuchung eine Darstellung der Keynes'schen Terminologie erfordert.

der Höhe des Zinsfußes; die Höhe des Zinsfußes soll — nach der Anschauung Keynes' — unabhängig sein von der Höhe der Ersparnis, d. h. von dem Umfang desjenigen Teiles des Gesamteinkommens, der nicht Konsumgüter nachfragt: damit hängt die Höhe des Einkommens und der Beschäftigung von der Höhe des Zinsfußes ab: die Zinstheorie, d. h. die Analyse der Bestimmungsgründe des Zinsfußes, ist damit für Keynes der Schlüssel zum Problem des Einkommens und der Beschäftigung.

Diese einzigartige Stellung der Zinstheorie im Gesamtaufbau der „Allgemeinen Theorie" bringt es mit sich, daß die Zinstheorie kein isoliertes Teilstück der Allgemeinen Theorie ist, sondern vielmehr der rote Faden, der den Weg durch die „Allgemeine Theorie" weist. Viele Lehrstücke des Keynes'schen Systems, die nicht vom Zins handeln, bauen auf auf den zinstheoretischen Thesen und sind ohne Kenntnis der Keynes'schen Zinstheorie nicht verständlich; wie umgekehrt die speziellen Theoreme der Zinstheorie auf allgemeineren Theoremen basieren und das Verständnis der Zinstheorie die Kenntnis der Grundlagen der Allgemeinen Theorie voraussetzt. Aus diesem Grunde kann die nachfolgende Betrachtung der Keynes'schen Zinstheorie sich nicht beschränken auf eine Befassung lediglich mit jenen Teilen der „Allgemeinen Theorie", die — laut Ueberschrift — ausdrücklich vom Zinsfuß handeln; es müssen vielmehr die Grundzüge der „Allgemeinen Theorie der Beschäftigung und des Geldes" einbezogen werden. Manche der nachfolgenden Ausführungen mag deshalb zunächst als Abschweifung erscheinen.

Die vorliegende Arbeit wird die Keynes'sche Zinstheorie nach ihrer streng theoretischen Seite untersuchen: wenn geprüft wird, ob sich der Zinsfuß tatsächlich aus jenen Ursachen bestimmt, die Keynes annimmt, ob dem Zins tatsächlich jene Schlüsselstellung für Einkommen und Beschäftigung zukommt, die Keynes ihm zuschreibt, wird eine relativ „reine" (geschlossene) Laissez-faire-Wirtschaft unterstellt. Wir werden dadurch einer Gefahr entgehen, der einige deutsche Besprechungen der „Allgemeinen Theorie" erlegen sind, der Gefahr, der Behauptung Keynes', das Problem der Arbeitslosigkeit sei der Laissez-faire-Wirtschaft immanent, bedingungslos zuzustimmen, weil in der jüngsten Vergangenheit und in der Gegenwart die, noch einigermaßen „wirtschafts-liberalistischen" Länder tatsächlich diesem Problem gegenüberstanden[4]), der Gefahr, der Keynes'schen Theorie Vorschuß-Lorbeeren zu erteilen, weil sie vernichtende Kritik übt an dem Prinzip der Selbststeuerung der Wirtschaft und uns, d. h. den deutschen nationalsozialistischen Volkswirten, eine derartige Stellungnahme willkommen erscheinen muß. Die Tatsache dieser Weltarbeitslosigkeit an sich ist nicht geeignet, Keynes' These zu verifizieren: denn bei dem Problem der Weltarbeitslosigkeit steht die Frage offen, inwieweit sie auf, der „reinen" (geschlossenen) Laissez-faire-

4) Stellen zu zitieren, die ausdrücklich diese Einstellung gegenüber der Allgemeinen Theorie aussprechen, ist schwer: eine derartige Einstellung gibt sich meist nicht verbis expressis kund, sondern ist zwischen den Zeilen zu lesen. Wir denken hier an folgende Besprechungen der Keynes'schen Theorie: G. Kroll: J. M. Keynes' neue Geldtheorie, in: Die Deutsche Volkswirtschaft, Jahrgang 1936, H. 11, S. 338—341; insbes. S. 338 und S. 341; oder: (ohne Verfasserangabe) „Ist Keynes Marxist?" in der gleichen Zeitschrift, Jahrgang 1937, H. 10, S. 326 ff.; in gewissem Sinne auch: W. Lautenbach: Zur Zinstheorie J. M. Keynes', in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, H. 3, S. 493—525; und derselbe: Der Streit um J. M. Keynes' Théorie, in: Bank, Jahrgang 30, Nr. 17, S. 569—577: Lautenbach erachtet die Weltwirtschaftskrise als aus der „reinen" Laissez-faire-Wirtschaft immanenten Gründen entstanden: die Weltarbeitslosigkeit der Weltwirtschaftskrise ist ihm „Beweis" für die Richtigkeit der Keynes'schen These.

Wirtschaft immanente Ursachen, inwieweit sie auf exogene, d. h. in diesem Fall politische Faktoren zurückzuführen ist. Und Deutschlands Abkehr vom Prinzip des Laissez-faire hat nichts zu tun mit der Frage, ob eine „reine" (geschlossene) Laissez-faire-Wirtschaft an dem von Keynes' aufgezeigten Problem scheitern müßte oder nicht [5]).

Wir werden in der vorliegenden Arbeit die wichtig erscheinenden, in- und ausländischen Veröffentlichungen zur „Allgemeinen Theorie" an geeigneter Stelle berücksichtigen [6]).

Die Kommentare, die Keynes seiner „Allgemeinen Theorie" nachfolgen ließ, sind in gleichem Maße herangezogen worden, wie die „Allgemeine Theorie" selbst, auch soweit eine ausdrückliche Bezugnahme fehlt [7]). Der I. Teil der Arbeit befaßt sich mit der Darstellung und Prüfung der Gründe, aus denen Keynes die herkömmliche Anschauung über den Zins ablehnt; der II. Teil mit der Erörterung der neuen Zinstheorie Keynes' [8]).

5) Die schon erwähnte Abhandlung „Ist Keynes Marxist?" erachtet die Keynes'sche, rein theoretisch begründete Ablehnung des Laissez-faire als sakrosankt, allein aus dem Grunde, weil die deutsche Wirtschaftspolitik an die Stelle einer Laissez-faire-Wirtschaft eine zentral gelenkte und gesteuerte Volkswirtschaft setzte: eine Kritik an Keynes' theoretischem System erscheint dem unbekannten Verfasser der erwähnten Abhandlung als Versuch einer Ehrenrettung des liberalistischen Wirtschaftsprinzipes. Der erwähnte Aufsatz brandmarkt die Kritik Ad. Webers an der Keynes'schen Theorie (Ad. Weber: Der neue Keynes. Eine „allgemeine" Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes? in: Bank-Archiv, Jhrgg. XXXVI, Nr. 12, S. 279—286) als liberalistisch, ohne auf den sachlichen Gehalt der Einwendungen Ad. Webers einzugehen.

6) Selbstverständlich kann nicht jede Stellungnahme zur Keynes'schen Theorie, die an sich belangvoll wäre, berücksichtigt werden, sondern nur solche, die sich zwanglos in den Gang und den Aufbau der Untersuchung einfügen.

7) Gemeint sind folgende Abhandlungen Keynes': J. M. Keynes: The General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No.2, S. 209—223.

Derselbe: Alternative Theories of the Rate of Interest, in Economic Journal, Vol. XLVII, No. 186, S. 241—252.

Derselbe: The „ex-ante" Theory of the Rate of Interest, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 188, S. 663—669.

Leider war es dem Verfasser unmöglich, aus den beiden letzten der genannten Abhandlungen Keynes' zu zitieren, da die genannten Abhandlungen dem Verfasser erst nach Vollendung der Arbeit zugänglich waren. Die Resultate, zu denen der Verfasser in der nachfolgenden Untersuchung gelangte, wurden durch die Lektüre der beiden genannten Abhandlungen Keynes' in keiner Weise modifiziert.

8) I. Teil, S. 1 ff.; II. Teil, S. 87 ff.

Zur Zinstheorie von I. M. Keynes.

I. Teil.

Keynes' Kritik an der „klassischen" Zinstheorie.

I. Kapitel: Vorbemerkungen.

1. Gegenstand der Kritik Keynes'.

Keynes kritisiert die überkommene Anschauung über den Zinsfuß nicht nur implizite, d. h. durch Aufstellung neuer zinstheoretischer Thesen; er erhebt vielmehr im 1., 2., 3. und 4. Buch seines Werkes mehr oder minder zusammenhängende Einwendungen gegen die „klassische Theorie des Zinsfußes"; das 14. Kapitel des 4. Buches ist ausschließlich dem Zweck gewidmet, die Ablehnung der „klassischen Theorie des Zinsfußes" zu begründen.

Die erste Frage ist, was unter „klassischer Theorie des Zinsfußes" zu verstehen sei; Keynes sagt: „Was ist die klassische Theorie des Zinsfußes? Es ist etwas, worin wir alle aufgezogen wurden, und was wir bis vor kurzem ohne viel Vorbehalt angenommen haben. . . . . . Es ist . . . . . klar, daß diese Ueberlieferung den Zinsfuß als den Faktor betrachtet hat, der die Nachfrage nach Investitionen und die Bereitwilligkeit zum Sparen miteinander ins Gleichgewicht bringt"[9]). Keynes führt eine Reihe von Autoren an, die jene Anschauung mehr oder minder ausdrücklich vertraten, u. a. G. Cassel[9]). Wenn Keynes hier von einer „klassischen" Theorie spricht, scheint diese Terminologie nicht jenem Einwand ausgesetzt zu sein, den namentlich A. C. Pigou geltend machte, nämlich, eine „klassische" Theorie existiere gar nicht, Keynes verwende diesen Begriff als Sammelbegriff für alle bisherigen, untereinander höchst verschiedenen Theorien, die lediglich die eine Gemeinsamkeit aufwiesen, daß sie mit den Keynes'schen Anschauungen in Widerspruch stehen[10]). Was Keynes unter „klassischer Theorie des Zinsfußes" zusammenfaßt, hat wenigstens die eine innere Gemeinsamkeit, daß Nachfrage nach Sparkapital und Angebot an Sparkapital allgemein als den Zinsfuß bestimmend erachtet wurden: diese grundsätzliche Anschauung ist der General=

---

9) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 147 und ff.; im Original S. 175.

10) A. C. Pigou: J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, in: Economica, Vol. III, (N. S.), No. 10, S. 115—132; S. 115/116. In ähnlichem Sinne kritisiert den Gebrauch des Terminus „klassisch" D. H. Robertson: (B. Ohlin), D. H. Robertson (R. G. Hawtrey): Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 187, S. 423—443; S. 435/436.

nenner, auf den nahezu alle zinstheoretischen Argumentationen seit Böhm-Bawerk gebracht werden können[11] [12]).

Es muß betont werden, daß Keynes, wenn er die angegriffene Theorie gewissermaßen schlagwortartig zusammenfaßt, um ihr die eigene neue zinstheoretische Argumentation als Antithese gegenüberstellen zu können, Formulierungen gebraucht, die dem Inhalt und den Grundvorstellungen der angegriffenen Theorie nicht gerecht werden.

Z. B. wenn Keynes sagt: „Der Fehler (ergänze: der überkommenen zinstheoretischen Anschauung, D. V.) rührt daher, den Zinsfuß als eine Belohnung für Warten als solches, statt als eine Belohnung für Nichthortung zu betrachten . . . . ."[13]) [14]), ist dem Bestreben, formal bestechend These und Antithese gegenüberstellen zu können, die wissenschaftlich exakte Wiedergabe der angegriffenen Theorie geopfert worden: offenbar war G. Cassel, auf den Keynes hier wohl abstellt[15]), weit davon entfernt, den Zinsfuß allein als eine Belohnung für das Warten zu erklären, d. h., für die Existenz des Zinsfußes die Tatsache verantwortlich zu machen, daß die Besitzer von Kaufkraft eine Vergütung für das Opfer des Konsumaufschubes verlangen und dementsprechend auch erhalten: die Kapitalisten „beziehen einen Zins einfach deshalb, weil es eine wirtschaftliche Notwendigkeit ist, die Nachfrage nach Kapitaldisposition zu beschränken und weil diese Beschränkung nach den allgemeinen Prinzipien der Preisbildung der Tauschwirtschaft nur dadurch durchgeführt werden kann, daß auf die Kapitaldisposition ein hinreichend hoher Preis gesetzt wird"[16]).

Oder wenn Keynes sagt: „daß der Fehler der anerkannten Theorien des Zinsfußes in ihrem Versuch liegt, den Zinsfuß aus dem ersten dieser beiden Bestandteile der psychologischen Time-preferences abzuleiten . . . . "[17]) (als ersten Bestandteil der psychologischen Time-preferences bezeichnet Keynes die Entscheidung, „wieviel jeder einzelne aus seinem Einkommen verbrauchen und wieviel er in irgendeiner Form von Verfügungsrecht über künftigen

11) F. A. v. Hayek spricht in einem Ueberblick über die zinstheoretische Argumentation seit Böhm-Bawerk (F. A. v. Hayek: Utility Analysis and Interest, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 181, S. 44—60; S. 59 letzter Absatz) von den ,,two branches of the Böhm-Bawerkian school, that which stressed the productivity element almost to the exclusion of time preference represented mainly by K. Wicksell . . . . . . and that repressented by Professor F. A. Fetter and Professor I. Fisher, who stressed time-preference as the exclusive or at least equally important factor."

Es kann also festgestellt werden, daß insoweit tatsächlich eine innere Gemeinsamkeit zwischen den meisten der modernen Zinstheorien besteht, die einfach davon herrührt, daß diese Theorien sich nahezu alle von Böhm-Bawerk ableiten, einzelne Gedanken modifizieren, bzw. den einen Faktor stärker betonen, den anderen schwächer usw.

12) Autoren, die sonst gewiß nicht als „klassisch" bezeichnet werden können, vertreten bezüglich des Zinsfußes und seiner Bestimmungsgründe die von Keynes als klassisch bezeichnete und als klassisch bekämpfte Anschauung; so z. B. K. Diehl: Theoretische Nationalökonomie, 4. Band (Lehre von der Distribution), Jena 1933.

13) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 152, im Original S. 182 (oben).

14) Mit Bezug auf diese eben angeführte Feststellung Keynes' spricht D. H. Robertson (a. a. O. S. 431 unten) kritisch von ,,such loose phrases as that interest is not the reward of not-spending but the reward of not-hoarding . . . .".

15) Da Keynes schon bei der Darstellung dessen, was er unter „klassischer Theorie des Zinsfußes" verstanden haben will (a. a. O. S. 147; vgl. S. 1 der Arbeit!), Cassel anführt, liegt die Vermutung nahe, Keynes erachte die Cassel'sche Theorie als Prototyp der klassischen Theorie.

16) G. Cassel: Theoretische Sozialökonomik, 5. Auflage, 1932, S. 225.

17) Keynes, a. a. O. S. 140 (Mitte), im Original S. 166 (II), 3. Absatz.

Verbrauch zurücklegen wird“ [18])). Dagegen ist zu sagen: es gibt eben — seit Böhm-Bawerk — keine Zinstheorie, die den Zins allein aus der positiven Time-preference abgeleitet hätte [19]). Das gleiche gilt, wenn Keynes, nachdem er die sog. klassische Anschauung, nach der „der Zinsfuß notwendigerweise auf dem Punkt zur Ruhe kommen“ wird, „auf dem die Summe der Investition zu diesem Zinsfuß gleich der Summe der Ersparnisse zu diesem Zinsfuß ist“ [20]), mit ausführlicher Begründung abgelehnt hat, dazu übergeht, „jene Theorien, die versuchen, den Zinsfuß von der „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ abhängig zu machen“ [21]) [22]), zu kritisieren. Keynes tut hier so, als ob es sich gegenüber dem, was er als „klassische“ Theorie bezeichnet und widerlegt hat, um eine selbständige, neue Theoriengruppe handle, die einer neuen selbständigen Widerlegung bedürfte. Es gibt aber in Wahrheit keine eigentliche Zinstheorie, die versucht hätte, den Zinsfuß aus der Grenzproduktivität des Kapitals allein abzuleiten [23]): es gibt nur eine Gruppe von Theorien, die das Moment der Produktivität des Kapitals stärker betonte, als das Moment der Time-preference. Wenn aber ausdrücklich und mit Begründung jene Theorie, die die Zinshöhe aus Nachfrage nach Kapital (= Grenzproduktivität des Kapitals) und Angebot an Kapital (= Time-preference) ableitet, widerlegt ist, braucht es keine besondere Begründung, eine Variante dieser Theorie gesondert zu widerlegen. Mit dem grundsätzlichen theoretischen Ansatz sind gleichzeitig alle Spielarten dieser Grundanschauung widerlegt, ob nun die Time-preference auf Kosten der Produktivität, oder die Produktivität auf Kosten der Time-preference hervorgeduktivität, oder die Produktivität auf Kosten der Time-preference hervorgehoben wurde [24]).

Wenn Keynes die klassische Theorie des Zinsfußes kritisiert und diese Kritik beurteilt wird, muß folgendes beachtet werden: wenn die klassische Theorie feststellt, Kapitalangebot und Kapitalnachfrage bestimmen die Höhe des Zinsfußes, bedeutet diese Aussage noch nicht, daß der tatsächliche Zinsfuß am Kapitalmarkt dem entsprechen müßte. Die klassische Aussage galt nur uneingeschränkt für die „reine“ Theorie; für den tatsächlichen Zinsfuß am Kapitalmarkt nur grundsätzlich und tendenziell.

Wenn mithin die Feststellung getroffen wird, der tatsächliche Zinsfuß am Kapitalmarkt sei nicht das, was er nach dem, was die klassische Theorie als Bestimmungsgründe des Zinsfußes erachtet hatte, sein müßte, beweist diese Feststellung noch nichts gegen die klassische Zinstheorie als solche. Denn die klassische Theorie räumte ein, daß der tatsächliche Satz am Kapitalmarkt abweichen könne, von dem, was er nach Kapitalangebot und Kapitalnachfrage sein müßte, infolge von Reibungswiderständen, die eine sofortige Anpassung des Satzes an Veränderungen von Kapitalangebot und Kapitalnach-

18) a. a. O. S. 139 (unten).

19) Vgl. die S. 14, Fußnote 11) angeführte Feststellung F. A. Hayeks!

20) Keynes, a. a. O. S. 147 (2. Absatz), im Original S. 175, 2. Absatz.

21) a. a. O. S. 154 (letzter Absatz), im Original S. 184, 2. Absatz.

22) Bemerkt sei, daß der Keynes'sche Terminus „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ in diesem Zusammenhang den gleichen Sinn hat, wie der gebräuchlichere Ausdruck „Grenzproduktivität des Kapitals“: diese Feststellung, daß die beiden Ausdrücke sich insoweit decken, trifft Keynes, a. a. O. S. 149 (letzter Absatz).

23) Vgl. die S. 14, Fußnote 11) angeführte Feststellung F. A. Hayeks!

24) Eine gute Darstellung des klassischen Ansatzes findet sich in der Besprechung der Keynes'schen Zinstheorie seitens W. Lautenbachs (Zur Zinstheorie von J. M. Keynes, a. a. O. S. 494 (unten), 495 (oben), der auf die zusammenfassende Darstellung der klassischen Zinstheorie bei E. Barone zurückgreift.

frage verhindern, infolge von Aenderungen der Geldmenge, die den natürlichen Satz verfälschen[25]), infolge allgemeiner politischer und wirtschaftlicher Risikosachverhalte[26]).

Keynes kritisiert die klassische Theorie zunächst in abstracto; jedoch stellt er, wenn er schlechthin von dem Zinsfuß spricht, ab auf die Realverzinsung langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere größter Sicherheit, die sich errechnet aus Kursstand und Nominalverzinsung: daß Keynes auf diesen Satz abstellt, ergibt sich aus dem Zusammenhang der Darlegung seiner eigenen positiven Zinstheorie: „Mr. Keynes seems to mean by „the" rate of interest, the long-term rate on gilt-edged", wie J. R. Hicks[27]) sagt.

Hier muß beachet werden, daß die klassische Theorie nicht behauptet hatte, dieser Satz müsse immer und notwendig mit dem „reinen" Satz zusammenfallen — s. o.

Die Frage, was Gegenstand der Kritik Keynes' sei, ist noch nach anderer Richtung hin zu untersuchen: H. Peter hat die Ansicht vertreten, Keynes grenze das Leihzins-, Geldzinsproblem von dem des Kapitalzinses ab und befasse sich ausdrücklich lediglich mit dem Geldzinsproblem, das ein Problem der short-run-Betrachtung sei, nicht dagegen mit dem Kapitalzinsproblem, das der long-run-Betrachtung zugehöre[28]).

Damit wäre gesagt, daß Keynes' Kritik sich nicht gegen die klassische Anschauung als solche richte, sondern nur gegen ihre Gültigkeit für das Geldzinsproblem der short-run-Betrachtung. Diese Anschauung ist dadurch begünstigt, daß Keynes selbst in Zusammenhang der Darstellung seiner eigenen Zinstheorie davon spricht, daß der „Zinsfuß unmöglich allein[29]) aus einer Kenntnis dieser beiden Faktoren (— Kapitalangebot und Kapitalnachfrage, D. V.) abgeleitet werden kann"[30]), daß es gelte, eine „Vernachlässigung" zu „berichtigen"[31]). Diese Anschauung ist weiterhin dadurch nahegelegt, daß Keynes seine Theorie entwickelt „mainly in terms of short-period analysis"[32]). Wie wir später sehen werden, kommt der Keynes'schen Zinstheorie und der Keynes'schen Kritik an der überkommenen zinstheoretischen Anschauung keineswegs der Charakter einer berichtigenden Ergänzung zu, eher der einer reductio ad absurdum — wie schon daraus hervorgeht, daß der klassische Ansatz als „Unsinn" (im englischen Original: „nonsense-theory")[33]) bezeichnet

25) Diese Verfälschung des „natürlichen" Satzes durch eine Vermehrung der Geldmenge wurde Ausgangspunkt einer Konjunkturtheorie, der sog. „Zirkulationskredittheorie", vertreten von Hayek, Mises u. a. (vgl. dazu eine zusammenfassende Darstellung bei E. Preiser: Grundzüge der Konjunkturtheorie. Tübingen, 1933; vgl. insbesondere S. 33/34).

26) Daß eine derartige, allgemeine politische oder wirtschaftliche Risikoprämie auch den Satz der Wertpapiere größter Sicherheit (also der Wertpapiere, bei denen das Risiko der Zahlungsunfähigkeit oder Zahlungsunwilligkeit des fraglichen Schuldners relativ ausgeschlossen erscheint) erhöhen könne, über das, was er nach Kapitalangebot und Kapitalnachfrage grundsätzlich sein müßte, wurde im Zusammenhang der wissenschaftlichen Diskussion um die überhöhten Zinssätze besonders des Nachkriegsdeutschlands von K. Diehl betont. Vgl. folgende Stelle aus dem oben zitierten Werk dieses Autors (S. 393): „Trotzdem rein marktmäßig der Zinsfuß niedrig sein müßte, kann er hoch sein, wenn z. B. durch innerpolitische oder außenpolitische Ursachen das Vertrauen in die Stetigkeit oder Sicherheit der Wirtschaft vermindert oder gar verschwunden ist."

27) J. R. Hicks: Mr. Keynes' Theory of Employment, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 182, S. 238—253; S. 248.

28) H. Peter, a. a. O. S. 61 (et passim).

29) Sperrung vom Verfasser!

30) Keynes, a. a. O. S. 139, im Original S. 165 (unten).

31) a. a. O. S. 140, im Original S. 166 (unten).

32) Diese Formulierung prägt J. Robinson: The Long-Period Theory of Employment, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VII, H. 1, S. 74—93; S. 74.

33) Keynes, a. a. O. S. 150, letzter Absatz, vorletzter Satz.

wird. Die Ablehnung der klassischen Theorie des Zinsfußes gilt nicht nur für die short-run-Betrachtung, sondern gleichermaßen für die long-run-Betrachtung; die Abtrennung des Geldzinsproblems vom Kapitalzinsproblem ist nicht lediglich, wie H. Peter glaubt, eine methodische Zweckmäßigkeitsfrage; die Keynes'sche Aussage, daß der Geldzins unabhängig sei vom Kapitalzins, bzw. von der Grenzproduktivität des Kapitals, ist eine sachlich-tatsächliche Aussage, die Gültigkeit hat, sowohl bezüglich der short-run- als auch bezüglich der long-rung-Betrachtung. Wie wir sehen werden, ist das wesentliche zinstheoretische Resultat Keynes', daß der Zins als solcher niemals von dem, was die bisherige Theorie als ursprünglichen Kapitalzins bezeichnete, oder als Grenzproduktivität des Kapitals, abgeleitet werden könne. Die Behauptung H. Peters, die Allgemeine Theorie stelle lediglich eine Untersuchung der Veränderungen und Schwankungen in der Wirtschaft dar (Kinetik), im Gegensatz zu einer Untersuchung des Gleichgewichts, in dem alle Schwankungen zur Ruhe gekommen sind (komparative Statik) — und die weitere Behauptung, die Ablehnung der klassischen Theorie des Zinsfußes erstrecke sich nur darauf, die Ungeeignetheit und Wertlosigkeit dieser Theorie eben für die short-run-Betrachtung darzutun, während die Gültigkeit der klassischen Theorie für das stabile Gleichgewicht von Keynes nicht bestritten werde[28]) diese Behauptung erscheint nicht gerechtfertigt[34]).

Wir unterstellen im folgenden, daß Keynes die gesamte klassische Anschauung über den Zinsfuß in jeder Hinsicht ablehnt.

2. Keynes' Antithese zur klassischen Zinsthorie in ihrer Beziehung zu der neuen Grundgleichung Keynes'.

Im 14. Kapitel des 4. Buches seiner Allgemeinen Theorie vertritt Keynes die Ansicht, der Zinsfuß könne sich unmöglich bestimmen aus dem Gegenübertreten von Nachfragekurve des Kapitals und Angebotskurve des Kapi-

34) In der Keynes-Literatur überwiegt im übrigen die Ansicht, in der Allgemeinen Theorie sei gleichermaßen eine short-run- und eine long-run-Betrachtung gegeben; A. H. Hansen (Mr. Keynes on Underemployment Equilibrium, in: Journal of Political Economy, Vol. XLIV, No. 5, S. 667—685; S. 684) spricht von Keynes' „theory of long-run underemployment or full employment equilibrium"; D. H. Robertson (Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 1, S. 168—191) untersucht die Keynes'schen Thesen sowohl hinsichtlich ihrer Gültigkeit für die short-run-, als auch hinsichtlich ihrer Gültigkeit für die long-run-Betrachtung; A. Amonn (Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung", in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 147, H. 2, S. 129—157 (Fortsetzung), S. 155) bezeichnet die Vermischung der Gesichtspunkte der Kinetik und der Gesichtspunkte der Gleichgewichtsbetrachtung als den methodisch-theoretischen Grundfehler der Keynesschen Theorie.

Klarheit über das Verhältnis zwischen long-run- und short-run-Betrachtung in der Allgemeinen Theorie gibt folgende Bemerkung J. R. Hicks', a. a. O. S. 239: „Ordinary (static) economic theory, so the old argument went, explains to us the working of the economic system in „normal" conditions. Booms and slumps however, are deviations from this norm and are thus to be explained by some disturbing cause .... . The present theory (Hicks meint die Keynes'sche! D. V.) breaks away from the whole of this range of ideas. It is no longer allowed that ordinary economic theory can give a correct analysis of even normal conditions; the things it leaves out of account are too important. But if there is no norm which we have understood, it is useless to discuss deviations from it. The changing, progressing, fluctuating economy has to be studied on its own and cannot usefully be referred to the norm of a static state."

Hicks scheint mit seiner Interpretation, Keynes verwerfe grundsätzlich überhaupt die methodische Trennung in eine Theorie der (komparativen) Statik, der Betrachtung von Gleichgewichts-

tals, da eine Veränderung z. B. der Nachfragekurve des Kapitals sofort das gesamte Einkommen aus dem gespart werde, verändere und mithin die Angebotskurve des Kapitals keine Gegebene bleiben könne; die Veränderungen des Gesamteinkommens, die durch eine Veränderung z. B. der Nachfragekurve des Kapitals ausgelöst würden, seien derart, daß die neue Nachfragekurve des Kapitals und die neue Angebotskurve sich in demselben Punkt kreuzen würden, in dem sich die alte Nachfragekurve und die alte Angebotskurve gekreuzt hätten; das Gesamteinkommen und seine Veränderungen mache die Ersparnis der Investition gleich [35]).

Mit dieser These scheint in Widerspruch zu stehen eine weitere These Keynes', die er grundsätzlich und unabhängig von dem speziellen Gegenstand der Kritik der klassischen Zinstheorie in der Allgemeinen Theorie entwickelt: die These Ersparnis und Investition seien notwendig gleich [36]).

Es könnte eingewendet werden — und so wurde auch eingewendet [37]) —, was notwendig gleich sei, müsse nicht erst durch Veränderungen irgendeiner Größe gleichgemacht werden: wenn Ersparnis und Investition notwendig und immer gleich sind, wozu bedürfte es des Einkommens und seiner Bewegungen, um diese beiden Größen einander gleich zu machen? Einzelne Interpretationen der Keynes'schen Theorie erwecken den Eindruck, Keynes habe der klassischen Zinstheorie, dergemäß der Zinsfuß Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ausgleichen soll, zuerst die Behauptung gegenübergestellt, daß Ersparnis und Investition an und für sich schon notwendig gleich seien, und dann die weitere Behauptung, die Bewegungen des Einkommens würden Ersparnis und Investition, bzw. Sparangebot und Kapitalnachfrage ausgleichen [38]).

Die anscheinende Zweisprachigkeit Keynes', derart, daß einmal von einer Ersparnis und Investition, bzw. Kapitalangebot und Nachfrage ausgleichenden Funktion des Einkommens und seiner Veränderungen die Rede ist, das anderemal von einer „Identität" der beiden Größen, die nach der klassischen Theorie des Zinsfußes durch den Zinsfuß ausgeglichen werden sollen, wird

---

zuständen, und in eine Theorie der Kinetik, der Betrachtung von Störungen, Veränderungen, Abweichungen vom Gleichgewicht, das Richtige getroffen zu haben; und die dargestellte methodische Einstellung Keynes' dürfte in sich berechtigt sein; doch steht dieses Problem an sich nicht zur Diskussion.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang, daß bei Ueberprüfung der Keynes'schen Kritik an der klassischen Theorie des Zinsfußes jegliche Prüfung, ob eine Aussage sich beziehe auf Gleichgewichtszustände oder auf kurzfristige Schwankungen, überflüssig ist. Die Anschauung H. Peters, Keynes lasse die Gültigkeit der klassischen Theorie hinsichtlich des stabilen Gleichgewichts unangetastet, könnte verursacht sein durch die Keynes'sche Feststellung, wenn stetige Vollbeschäftigung unterstellt werde, seien die Resultate der klassischen Theorie gültig (Keynes, a. a. O. S. 96 und S. 204); jedoch bezieht sich diese Feststellung Keynes' nicht auf den Zustand der Vollbeschäftigung an sich, sondern auf Zustände, in denen durch irgendwelche Kräfte Vollbeschäftigung dauernd aufrechterhalten würde. Da aber eine wesentliche Erkenntnis Keynes' darin besteht, Gleichgewicht auch bei Unterbeschäftigung anzunehmen (vgl. Keynes, a. a. O. S. 203, VI. und die späteren Ausführungen dieser vorliegenden Arbeit), erledigt sich die Aussage, Keynes' zinstheoretische Thesen seien nicht abgestellt auf das Gleichgewicht, von selbst.

35) Keynes, a. a. O., 14. Kapitel, insbes. S. 149 ff.; vgl. das III. Kapitel der Arbeit.

36) Keynes, a. a. O., 6. Kapitel, S. 55 ff.

37) vgl. die S. 27 (Fußnote 79) und 80) angeführten Autoren!

38) Einen derartigen Eindruck erwecken z. B. folgende Abhandlungen: W. Lautenbach: Der Streit um J. M. Keynes' Theorie, a. a. O. S. 574/575; C. Föhl: Zur Theorie des Beschäftigungsgrades, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 46, H. 3, S. 635—652, S. 635/636 und ff.; derselbe: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf. München und Leipzig, 1937; S. 228 ff. und Anmerkungen.

dadurch noch verwirrender, daß Keynes' in einer Replik auf Einwendungen B. Ohlins [39]) behauptet, der Zinsfuß könne niemals Angebot und Nachfrage nach Kapital, oder, was auf das Gleiche herauskomme, Angebot und Nachfrage nach Kredit, gleichmachen, denn: supply and demand of credit are equal ex definitione whatever interest level exists on the market" [40]). Hier wird anscheinend die klassische Theorie nicht mit dem Argument bestritten, daß das Einkommen schon Sparangebot und Kapitalnachfrage ausgleiche, sondern mit dem Argument, daß Kapitalangebot und Kapitalnachfrage notwendig und immer gleich seien [41]).

In Anbetracht dieser Unklarheit sei zunächst dargestellt, wie Keynes die grundsätzliche Gleichheit von Ersparnis und Investition ableitet; daraus wird sich die Beziehung dieser These zu der weiteren These von der Kapitalangebot und -nachfrage ausgleichenden Funktion des Einkommens ergeben, sowie die Beziehung zu dem Gegenstand der Keynes'schen Kritik, zur klassischen Zinstheorie.

In dem methodisch-terminologisch grundlegenden 6. und 7. Kapitel [42]) stellt Keynes fest [43]): „Einkommen [44]) gleich dem Wert der laufenden Produktion . . . ." [45]). Ersparnis wird erfaßt als „Ueberschuß des Einkommens über die Ausgabe für den Verbrauch . . . ." [46]), „was . . . . mit dem gesunden Menschenverstand und mit dem überlieferten Gebrauch der großen Mehrzahl der Oekonomen vereinbar ist . . . . ." [47]); laufende Investition ist die „laufende Hinzufügung zum Werte der Kapitalausrüstung . . . . ., die von der Erzeugungstätigkeit des Zeitabschnittes herrührt"; weiter definiert Keynes die Investition noch einmal als „gleich dem Werte des Teiles der laufenden Produktion . . . . . ., der nicht verbraucht wird . . . . " [48]). Damit ergibt sich für Keynes die Gleichheit von Ersparnis und Investition aus folgender Formel:

„Einkommen = Wert der Produktion = Verbrauch + Investition,
Ersparnis = Einkommen — Verbrauch, Darum:
Ersparnis = Investition" [49]).

---

39) Die Einwendungen erhob B. Ohlin in: Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments: in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 185, S. 53—69, und No. 186, S. 221—240.

40) Keynes, Alternative Theories of the Rate of Interest, a. a. O.

41) An diese angeführte Behauptung Keynes' knüpft die „Duplik" B. Ohlins an in: B. Ohlin, D. H. Robertson, R. G. Hawtrey: Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. XLVII, No. 187, S. 424—443.

42) Allgemeine Theorie, 6. u. 7. Kapitel, S. 46 ff. bzw. S. 64 ff.

43) Auf Einzelheiten des Keynes'schen Einkommensbegriffes und der sonstigen Terminologie wird hier nicht Bezug genommen.

44) Einkommen wird bei Keynes gemessen in Kategorien der Beschäftigung, d. h. nach der Anzahl der aufgewendeten „Arbeitseinheiten": eine Arbeitseinheit ist die Einheit einer Stunde „gewöhnlicher", d. h. am geringsten normalerweise entlohnten Arbeit; eine Stunde qualifizierter, höher bezahlter Arbeit umfaßt demnach mehrere Arbeitseinheiten, je nachdem die für sie gezahlte Entschädigung ein Mehrfaches der Entschädigung der unqualifizierten Arbeitseinheit darstellt. Die Einheit der Arbeit und die Einheit des Geldes sind die grundlegenden und ausschließlichen Einheiten, mit denen die Keynes'sche Theorie arbeitet. Vgl. Keynes, a. a. O. 4. Kapitel, S. 35 ff. Vgl. dazu den Anfang des nächsten Kapitels dieser Arbeit.

45) Keynes, a. a. O. S. 55.

46) a. a. O. S. 55.

47) a. a. O. S. 55.

48) a. a. O. S. 55.

49) a. a. O. S. 55.

Man könnte zunächst versucht sein einzuwenden: Einkommen bzw. Wert der Produktion [50]) sei nicht gleich Investition und V e r b r a u c h, sondern gleich Investition und Verbrauchsgütererzeugung (einschließlich sämtlicher wertmäßig im Produkt enthaltener Vor-Produkte bzw. produzierter Produktionsmittel); und da die zweite Gleichung heißt: Einkommen = Verbrauchsausgabe + Ersparnis, wäre damit der Beweis, daß Ersparnis gleich Investition sei, nicht schlüssig. Worin sollte eine Notwendigkeit liegen, daß die Einkommensbezieher das gesamte Einkommen, (das identisch ist mit dem Wert der gesamten Produktion) [51]), zwischen Ersparnis und Verbrauchsausgabe in der gleichen Proportion aufteilen, in der die gesamte Produktion Einkommen entstehen ließ aus Konsumgütererzeugung einerseits (einschließlich des im Wert des Endproduktes enthaltenen Wertes der Vorprodukte und produzierten Produktionsmittel) und Investition andererseits?

Müßte nicht die Summierung von Verbrauch (d. h. Geldsummen, die für den Verbrauch ausgegeben wurden) und Investition einen geringeren Wert ergeben, als der gesamten Produktion entspricht, für den Fall, daß die Geldsummen, die Konsumgüter nachgefragt haben, geringer sind, als die Geldsummen, die als Einkommen aus der Produktion der Konsumgüter entstanden sind? Müßte nicht die Summierung von Verbrauch und Investition einen, den Geldwert der gesamten Produktion übersteigenden Geldwert ergeben, für den Fall, daß eine größere Geldsumme, als an Einkommen aus der Produktion der Verbrauchsgüter entstand, für Verbrauchsgüter ausgegeben wurde?

Gewisse weitere Aeußerungen Keynes' zu dem Thema der Uebereinstimmung von Ersparnis und Investition erwecken den Eindruck, Keynes' Feststellung von der notwendigen Uebereinstimmung gelte nicht, wenn und soweit Ersparnis den „Ueberschuß des Einkommens über die Ausgabe für den Verbrauch" [52]), Investition „die laufende Hinzufügung zum Werte der Kapitalausrüstung" [53]) darstellen soll. Die, schon oben [54]) angeführte, Aussage Keynes', Investition sei gleich „dem Werte des Teiles der laufenden Produktion . . . . ., der nicht v e r b r a u c h t wird" [55]), läßt darauf schließen, der Begriff Investition sei eben nicht der einer „Hinzufügung zum Werte der Kapitalausrüstung", wie Keynes vorher definiert hatte: wenn Investition jede Produktion sein soll, die nicht verbraucht wird, stellt jeder Lagervorrat an Konsumgütern, der seine Entstehung einer zu geringen Verbrauchsnachfrage verdankt, eine Investition dar; aber diese Investition ist dann keine Hinzufügung zur „Kapitalausrüstung". — Die Aussage Keynes', „der Akt der Investition an sich muß . . . . unbedingt eine Zunahme dessen, was übrig bleibt, oder der Spanne, die wir Ersparnis nennen, um einen entsprechenden Betrag verursachen" [56]), erweckt den Eindruck, Ersparnis sei hier keine Kategorie der Einkommensverfügung, als die sie zuerst mit der Definition, „Ersparnis . . . . gleich dem Ueberschuß des Einkommens über

50) Jedes Produkt wird in „Arbeitseinheiten", bezw. in Geld gemessen; vgl. Fußnote 44).

51) Von allen Arten „abgeleiteter" Einkommen sieht Keynes ab, wie sich ergibt aus den angeführten Stellen (und aus dem gesamten 6. Kapitel, das den Definitionen von Einkommen, Ersparnis und Investition gewidmet ist).

52) Keynes, a. a. O. S. 55.

53) a. a. O. S. 55.

54) vgl. S. 13 (Fußnote 48).

55) Sperrung vom Verfasser!

56) Keynes, a. a. O. S. 56.

die Ausgabe für den Verbrauch", hingestellt wurde: denn daß die Einkommensbezieher das Gesamteinkommen in der gleichen Proportion zwischen Verbrauch und Sparen aufteilen, wie sich das Gesamteinkommen, die Gesamtproduktion auf Verbrauchsgüterproduktion und Investition verteilte, — dafür scheint keine Notwendigkeit zu bestehen.

G. Haberler betrachtet es als feststehende Tatsache, daß der Keynes'sche Begriff der Ersparnis nichts zu tun habe mit der Konsumdisposition der Einkommensbezieher bezüglich eines gegebenen Einkommens: „. . . . we must remember that, according to Keynes' terminology, aggregate (net) saving is by definition equal to aggregate (net) investment. Suppose e. g. that roads are being built by the Government with the value of 100 £ . . . . Then according to Keynes these 100 £ constitute an addition to total income, investment, a n d [57]) savings, w h a t e v e r h a p p e n s t o c o n s u m p t i o n [57]). For any net increase in investment constitutes by definition also saving" [58]).

Der Eindruck, eine notwendige Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition könne nicht statuiert werden, sofern Ersparnis den Ueberschuß des Einkommens über die Verbrauchsnachfrage und Investition die Hinzufügung zur Kapitalausstattung, d. h. eine (Rein-)Vermehrung des Realkapitalbestandes, darstellen soll, verstärkt sich, wenn man die Ansichten einiger Keynes-Interpretatoren bezüglich des Problems der Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition heranzieht. Für den Fall, daß die für den gesamten Verbrauch ausgegebenen Geldsummen geringer waren als die Geldsummen, die als Einkommen aus der Produktion von Verbrauchsgütern entstanden, soll danach die Uebereinstimmung zwischen „Ersparnis" und „Investition" folgendermaßen hergestellt werden: wenn die nicht abgesetzten Konsumgüter auf Lager genommen werden, soll diese Neubildung von Lagerbeständen, bzw. die Zunahme eines eventuell schon vorhandenen Lagerbestandes, eine zusätzliche Investition darstellen; die Addition dieser zusätzlichen „Investition" und der vorhandenen eigentlichen Investition soll einen Gesamtbetrag von Investition ergeben, der zusammen mit dem Verbrauch, bzw. dem Geldwert der Güter, die in den Verbrauch übergegangen sind, den Wert der gesamten Produktion ergibt: soweit die Ersparnis aus dem Gesamteinkommen den Geldwert der Investition überstieg, steht ihr eine entsprechende, äquivalente zusätzliche „Investition" in Lagervorräten gegenüber und damit ist die gesamte Ersparnis gleich der gesamten Investition. So sagt z. B. W. B. Reddaway: „The reader must on no account think of investment as applying solely to construction of fixed capital: the necessary equality between saving and investment may not infrequently be secured partly through changes in the size of stocks" [59]). In gleichem Sinne R. F. Harrod: „. . . . the accumulation of stocks will constitute an additional (involuntary) investment on the part of the community, which when added to the intended investment makes the total investment of the community such as to be consistent . . . . with the . . . . level of activity which entrepreneurs are choosing to indulge in" [60]) [61]).

---

57) Sperrung bei G. Haberler.

58) G. Haberler: Mr. Keynes' Theory of the „Multiplier". A. Methodological Criticism. in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VII, H. 3, S. 299—305; S. 304.

59) W. B. Reddaway: The General Theory of Employment, Interest and Money, in: Economic Record, Vol. XII, No. 22, S. 28—36; S. 30.

60) R. F. Harrod: Mr. Keynes and Traditional Theory, in: Econometrica, Vol. V, No. 1, S. 74—86; S. 81.

61) Aehnliche Ausführungen über die Gleichheit von Ersparnis und Investition finden sich

Wenn und soweit dagegen die Konsumunternehmer versuchen, den, infolge der (gegenüber dem Geldwert der Verbrauchsgütererzeugung) zu geringen geldlichen Verbrauchsnachfrage unverkäuflichen Teil der Produktion durch Preissenkung pro Produkteinheit, also mit Verlust, loszuschlagen, soll folgendes gelten: „If, on the other hand, they (ergänze die Konsumunternehmer, D. V.) sell at a loss, they will be dissaving; the propensity to consume will be temperarily raised . . . .“ [62] [63]). Es soll also — nach dieser Interpretation Harrods — eine Größe „Dissaving“, d. h. die Erlösminderung der Konsumunternehmer, die so groß ist wie jener Teil der gesamten geldlichen Ersparnis, der die Investition überstieg, von der gesamten Ersparnis abgezogen werden: die um das Dissaving verminderte „Ersparnis“ ist so groß wie die Investition.

Für den Fall, daß die geldliche Verbrauchsnachfrage den Geldwert der Konsumgütererzeugung überstieg, soll — nach Harrod — das Gleiche mit umgekehrten Vorzeichen gelten: „Converse arguments would apply in the case of entrepreneurs deciding to produce too little (ergänze: Konsumgüter, D. V.)“ [64]). Es muß also, wenn und soweit die die Konsumerzeugung übersteigende geldliche Verbrauchsnachfrage durch Verkauf von Lager, durch Verminderung oder Aufzehrung vorhandener Lagerbestände befriedigt wird, diese Lager- oder Vorratsverminderung als Dis-Investition von der eigentlichen Investition abgezogen werden: die um diese Größe bereinigte „Investition“ deckt sich dann mit der geldlichen Ersparnis der Einkommensbezieher. Wenn und soweit die den Geldwert der Konsumgüterproduktion übersteigende Ausgabe für den Verbrauch zu einer Preissteigerung pro Produkteneinheit führte (gütermäßig gesehen trotz der erhöhten geldlichen Verbrauchsnachfrage nicht mehr Güter in den Konsum übergingen, als in dieser Produktion erzeugt wurden), muß dieser Erlöszuwachs der Konsumunternehmer (der ja gleich dem Ueberschuß der Investitionserzeugung über die geldliche Ersparnis ist) als Saving zu der ursprünglichen geldlichen Ersparnis der Einkommensbezieher hinzugerechnet werden: damit ist diese zusammengesetzte „Ersparnis“ gleich der Investition.

Es scheint sich der Schluß zu ergeben: eine notwendige Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition kann nur statuiert werden, sofern Investition nicht lediglich den Reinzuwachs zur Kapitalausrüstung darstellt, sondern darüber hinaus jede Lagerzunahme an Konsumgüterbeständen (— während eine Abnahme der Konsumgüterbestände eine negative Investition darstellt —) und sofern Ersparnis nicht lediglich die geldliche Ersparnis der Einkommensbezieher darstellt, sondern ebenso zusätzliche Erlöse der Konsumunternehmer, die sich aus Preissteigerung der Konsumgütereinheit ergeben [65]) (während entsprechend Verluste der Konsumunter-

---

bei C. Föhl (Zur Theorie des Beschäftigungsgrades, S. 636 ff.). Auch A. H. Hansen (Harrod on the Trade Cycle, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 3, S. 509—531; S. 510 ff.) stellt fest, daß die Uebereinstimmung von Ersparnis und Investition mit Hilfe derartiger Denk- und Begriffsoperationen durchgeführt werden müsse.

62) Harrod, a. a. O. S. 81.

63) Im gleichen Sinne Reddaway, a. a. O. S. 30/31.

64) Harrod, a. a. O. S. 81.

65) Dieses Saving der Konsumunternehmer, die zusätzliche Erlöse erzielen, erinnert an die „windfall profits“ der Konsumunternehmer im Treatise, die verursacht sind durch ein das Volumen der Ersparnis übersteigendes Investitionsvolumen; vgl. Keynes, Vom Gelde (A Treatise on Money), ins Deutsche übersetzt von Dr. C. Krämer. München und Leipzig, 1932; S. 125 ff.

nehmer, die sich aus Preissenkung der Konsumgütereinheit ergeben, eine negative Ersparnis darstellen). Investition in diesem ausgedehnten Sinn wäre nicht mehr darauf beschränkt, was sonst unter Investition verstanden wird und was auch Keynes zuerst als seinen Begriff der Investition statuiert hatte, nämlich den Reinzuwachs zum Realkapitalbestand, die Herstellung und der Kauf neuen Realkapitals, bzw. die Einleitung einer neuen Produktion, d. h. einer noch nicht „synchronisierten“ und deshalb disponibles Kapital erfordernden Produktion [66] [67]). Und Ersparnis in diesem Sinn wäre eine abstrakt rechnungsmäßige Größe, die nicht mehr identisch ist mit „Ueberschuß des Einkommens über die Ausgaben für den Verbrauch.“

Können wir mithin den Schluß ziehen, eine notwendige Uebereinstimmung der Größen investierte Geldsummen und ersparte Geldsummen könne unmöglich abgeleitet werden, wenn Ersparnis und Investition ihren allgemein üblichen Begriffsinhalt haben? A. H. Hansen sagt: „One is never clear precisely what his (d. h. Keynes', D. V.) terminology means. In terms of the real phenomena, obviously saving must always equal investment . . . .“, aber nicht „in terms of the receipt and disposition of money funds . . . .“ [68]) [69]). Können wir sagen: eine notwendige Gleichheit zwischen Ersparnis und Investition gebe es nur in dem Sonderfall eines Gleichgewichtes; außerhalb des Gleichgewichtes aber bestehe keine Uebereinstimmung der beiden Größen in diesem Sinne, sondern höchstens eine Uebereinstimmung zwischen „Ersparnis“ und „Investition“ in diesem abstrakten, ungewöhnlichen Sinn (s. o.) und Keynes habe dadurch, daß er eine notwendige jederzeitige Uebereinstimmung von Ersparnis und Investition postuliert, gleichzeitig aber zunächst Ersparnis als Ueberschuß des Einkommens über die Ausgabe für den Verbrauch definiert und Investition als Reinzuwachs zur Kapitalausrüstung, in einer Verwirrung stiftenden Weise die Betrachtung des Gleichgewichtszustandes und die Betrachtung der Veränderungen, die eine Störung des Gleichgewichtes auslöst und die zu einem neuen Gleichgewicht führen, durcheinander geworfen? Diesen Vorwurf erhebt A. Amonn gegen das Keynes'sche Theorem der notwendigen und jederzeitigen Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition [70]).

---

66) „Synchronisierte“ Produktion im Sinne J. B. Clark's (vgl. J. B. Clark: Ueber das Wesen des Kapitals, in: Zeitschrift f. Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, Bd. 16, S. 426 ff.)

67) R. G. Hawtrey stellt fest, der Keynes'sche Investitionsbegriff müsse, um die Gleichheit von Ersparnis und Investition aufrechterhalten zu können, unverkäufliche Lagerbestände umschließen: „. . . . in the special case where "investment" means merely a failure to sell goods, it is as "idle" as the saving . . . .“ (B. Ohlin, D. H. Robertson), R. G. Hawtrey: Alternative Theories of the Rate of Interest, a. a. O. S. 438).

68) A. H. Hansen: Mr. Keynes on Underemployment Equilibrium, a. a. O. S. 674.

69) Den gleichen Einwand, daß wohl gütermäßiges Sparen immer der Investition gleich sei, nicht aber das geldliche Sparen, bringt M. Curtis: Is Money Saving Equal to Investment? in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 4, S. 604 — (In dem Falle, wo die Konstruktion des „Dissaving“ Platz greift, ist tatsächlich gütermäßig insoweit nichts „erspart“ — insoweit wurde die Gesamtheit der erzeugten Konsumgüter verbraucht, da die Einheit im Geldpreis sank; im Falle der Lagerbildung stellt eben die Lagerbildung eine gütermäßige Ersparnis und gleichzeitig eine gütermäßige Investition dar; bei der Konstruktion des zusätzlichen „Saving“ der Unternehmer ist eben trotz der erhöhten geldlichen Verbrauchsausgabe der gütermäßige Verbrauch nicht gestiegen; im Falle der „Dis-Investition“ ist der tatsächliche Verbrauch höher als die laufende Konsumgütererzeugung: die Wirtschaft zehrt insoweit gütermäßig von ihrem aufgespeicherten Güterbestand).

70) A. Amonn: Keynes' Allgemeine Theorie der Beschäftigung (1. Teil), a. a. O. H. 1, S. 129 ff. Daß Keynes Aussagen über ein (stationäres) Gleichgewicht mit Aussagen über einen

Man könnte geneigt sein zu sagen: entweder: die Begriffe Ersparnis und Investition haben den gebräuchlichen Sinn, wie ihn Keynes zuerst ausdrücklich annimmt, — dann besteht Uebereinstimmung zwischen den beiden Größen nur in einem Sonderfall, dem Gleichgewicht; oder: Ersparnis und Investition sind immer und notwendig gleich, wenn und nur wenn sie derart definiert werden, daß sie einen anderen Sinn haben als lediglich Zurückhaltung von Einkommensteilen von der konsumtiven Verausgabung, bzw. Reinzuwachs zur Kapitalausrüstung. Diese Schlußfolgerung könnte sich aufdrängen, wenn man betrachtet, wie A. P. Lerner die Gleichheit von Ersparnis und Investition für den Fall einer den Geldwert der Verbrauchsgütererzeugung übersteigenden Verbrauchsnachfrage darstellt: „. . . . die Leute" werden „weniger zu sparen wünschen, als investiert wird, d. h. sie werden geneigt sein, für Verbrauchsgüter mehr auszugeben, als aus der Herstellung von Verbrauchsgütern verdient wird, und da diese beiden Größen gleich sind, so folgt daraus, daß sie für Verbrauchsgüter mehr auszugeben wünschen, als sie tatsächlich dafür aufwenden" [71]).

Die Lösung der Frage, ob die postulierte Gleichheit von Ersparnis und Investition nur gerettet werden kann, dadurch daß im Bedarfsfall die ursprünglichen Begriffe von Ersparnis und Investition aufgegeben und an deren Stelle andere, abstrakte, rechnungsmäßige Begriffe von Ersparnis und Investition eingeführt werden, ergibt sich, wenn man auf die Eigenart des Keynes'schen Einkommensbegriffes in seinem Verhältnis zu den Begriffen Ersparnis und Investition zurückgreift.

Keynes hatte aufgestellt: Einkommen = Wert der Produktion = Verbrauch und Investition. Dieser Formulierung liegt zugrunde, daß nicht abgestellt wird auf Einkommen, das innerhalb einer abgegrenzten Produktionsperiode durch die Gesamtheit der Produktion entsteht, das nun als solches gegeben ist und feststeht und aus dem nun verbraucht und gespart werden kann. Vielmehr zählt in dem Keynes'schen Einkommensbegriff als Einkommen auch das Einkommen, das dadurch entsteht, daß Konsumgüter nachgefragt werden, daß also über Einkommen verfügt wird. Die Rückwirkung der Einkommensverfügung auf das Einkommen anderer, die eben Einkommen daraus erzielen, daß Einkommen verbraucht wird, und damit die Rückwirkung der Einkommensverfügung einzelner Individuum auf die Einkommensverfügung anderer Individuen, und von hier aus wieder auf die Einkommen und die Einkommensverfügung weiterer Individuen — dies alles ist in dem Keynes'schen Einkommensbegriff Einkommen = Verbrauch + Investition enthalten.

Im Gegensatz zu der Keynes'schen Fassung des Einkommensbegriffes steht die Fassung des Einkommensbegriffes vornehmlich bei D. H. Robertson und G. Haberler: A. H. Hansen sagt folgendes über den Einkommensbegriff und damit den Ersparnisbegriff D. H. Robertsons: „In Robertson's view the saving of the current period is equal to the income of the preceding period minus the consumption of the current period" [72]). Ueber den Einkommens-

Zustand der Veränderung zusammengeworfen habe, rügt A. C. Pigou (allerdings in anderem Zusammenhang — nicht auf das Problem der Gleichheit von Ersparnis und Investition bezogen): „He (= Keynes, D. V.) is assuming in fact a stationary state and at the same time a moving one." (A. C. Pigou, a. a. O. S. 122).

71) A. P. Lerner, a. a. O. S. 1111 (unten).

72) A. H. Hansen: Mr. Keynes on Underemployment Equilibrium, S. 673.

und Ersparnisbegriff G. Haberlers sagt ein Rezensent: „In jenem etwas verdrießlichen Begriffsstreit, ob die Formel Sparen = Investieren eine Identität oder eine echte Bedingungsgleichung des geldtheoretischen Gleichgewichts bedeutet, setzt der Verfasser (= Haberler, D. V.) . . . . die Lösung Robertsons fort. Stärker als dieser betont er, daß die Definition des (monetären) Sparens als die Differenz zwischen dem (Geld-)Einkommen und den Konsumausgaben zweier aufeinanderfolgender und nicht ein und derselben Periode durch die realen Umstände direkt nahegelegt wird: „We must distinguish between currently earned income, which is simply the money value of the net output of the economic community, and income currently available for consumption. This distinction rests upon the fact that, in the real world, income earned is distributed, not continuously, but periodically . . . . The fact that incomes are earned continuously, expended continuously, and distributed periodically has the consequence of creating a time-lag between the moment when a given sum is earned and the moment when it becomes available for consumption" [73]). Das Wesentliche dieses Einkommensbegriffes im Gegensatz zu Keynes' Einkommensbegriff ist: Einkommen, aus dem heute für den Verbrauch ausgegeben und ebenso auch gespart wird, ist ein vergangenes Einkommen, denn es besteht ja ein sog. „Time-lag" zwischen Erzielung des Einkommens und dem Moment, in dem dieses Einkommen zu dem Konsumunternehmer gewandert ist; Sparen und Verbrauchen aus diesem Einkommen hat ex definitione für dieses Einkommen keine Bedeutung; dieses Einkommen steht fest, da es ja ein vergangens ist. Sparen und Verbrauchen aus diesem vergangenen Einkommen hat erst einen Einfluß auf das Einkommen der nächsten Periode. Gemäß dieser Konstruktion ist die Gleichheit von Ersparnis und Investition Bedingung dafür, daß das Einkommen beständig bleibt, d. h. es ist eine „Bedingungsgleichung": wenn und soweit der heutigen Ersparnis aus dem vergangenen Einkommen eine entsprechende gleichwertige Investition gegenübersteht, entspricht das Einkommen der nächsten Periode dem Einkommen dieser vergangenen. Wenn oben (S. 20 und ff.) als vorläufiger Einwand gegen die Keynes'sche Formel geltend gemacht wurde, die Verteilung zwischen Investitions- und Verbrauchsgütererzeugung auf der Seite der Einkommensentstehung müsse durchaus nicht übereinstimmen mit der Verteilung zwischen Verbrauchsausgabe und Ersparnis auf der Seite der Verfügung über das derart entstandene Einkommen, wurde im Grunde genommen stillschweigend ein Einkommensbegriff von der Art Robertson-Haberlers unterstellt: d. h. es wurde unterschieden zwischen Entstehung des Einkommens und Verfügung über dieses Einkommen, — die Verfügung über dieses Einkommen als für dieses Einkommen selbst bedeutungslos angenommen: es wurde also auf einzelne, voneinander abgetrennte Einkommensperioden abgestellt. Dieses Verfahren ist aber gemäß dem Keynes'schen Einkommensbegriff nicht zulässig: denn Keynes unterscheidet nicht zwischen Einkommen, aus dem gespart und konsumiert wird, und einem späteren Einkommen, auf das der heutige Konsum und die heutige Ersparnis Einfluß hat, sondern das Einkommen, aus dem gespart wird, ist nach Keynes das heute entstandene Einkommen, und dieses

73) K. Bode: „Prosperität und Depression" (Besprechung des Werkes „Prosperity and Depression" von G. Haberler), in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VIII, H. 5, S. 597—614; S. 605. (Innerhalb der Anführungszeichen zitiert K. Bode aus Haberlers Werk).

wieder bestimmt sich nach der heutigen Konsumdisposition zusammen mit der Investition.

Keynes sagt: „Die Möglichkeit, die Identität zwischen Ersparnis und Investition mit dem anscheinend „*freien Willen*“[74]) des Einzelnen, *zu sparen, was ihm beliebt*“[74]), zu versöhnen, stützt sich wesentlich darauf, daß Sparen sowie Ausgaben eine zweiseitige Angelegenheit ist. Obschon nämlich der Betrag seiner eigenen Ersparnis wahrscheinlich keinen bedeutenden Einfluß auf sein eigenes Einkommen haben wird, machen die Rückwirkungen des Betrages seines Verbrauches auf die Einkommen anderer es doch unmöglich, daß alle Menschen gleichzeitig irgendwelche gegebenen Summen sparen können. Jeder solcher *Versuch, durch Einschränkung mehr zu sparen*[74]), wird die Einkommen so beeinflussen, daß sich der Versuch notwendigerweise selbst vereitelt. Für das Gemeinwesen als Ganzes ist es selbstverständlich ebenso *unmöglich*[74]) *weniger* als den Betrag der laufenden Investition zu sparen, da dieser Versuch notwendigerweise die Einkommen auf ein Niveau erhöhen wird, auf dem die Summen, die sich die Einzelnen zu sparen entschließen, eine Zahl ergeben, die genau gleich dem Betrag der Investition ist“[75])

Die Terminologie Keynes', von einem „Versuch . . . . zu sparen“ zu sprechen, wurde in der Literatur bemängelt[76]); was Keynes damit ausdrücken will, ist klar: die Sparquote des Einzelnen ist eine freie unabhängige Verfügung über ein gegebenes Einkommen; nicht so aber die gesamte Ersparnis der Gesamtheit aller Einzelnen, denn für die Gesamtheit aller Einzelnen gibt es nach der Keynes'schen Methode kein „gegebenes“ Einkommen; sondern das Gesamteinkommen hängt mit ab von der Konsumdisposition der Einzelnen: jede individuelle Ersparnis, der keine Investition gegenübersteht, bewirkt lediglich einen Erlösausfall bei den Konsumunternehmern, — entsprechend der Reaktionsweise dieser auf die Erlösminderung eine Verminderung der in dieser Produktion entstehenden Einkommen und eine Verminderung der Erlöse der Vor-Industrien usw.; das individuelle Sparen, dem keine entsprechende Investition gegenübersteht, erzeugt — nach Keynes — also ein derart geringes Gesamteinkommen, daß auf diesem Stand des gesamtheitlichen Einkommens durch die abnehmende Sparfähigkeit trotzdem nicht mehr gespart als investiert wird und damit die individuelle Ersparnis keinen endgültigen Erlösausfall mehr verursacht, weil nur soviel Konsumgüter auf den Markt kommen als insgesamt nachgefragt werden.

Dieser Sachverhalt würde nach der Methode und Terminologie Robertsons und Haberlers einen Ueberschuß der heutigen Ersparnis über die Investition bedeuten und damit eine Verminderung des heutigen Einkommens gegenüber dem vorhergehenden[77]).

---

74) Sperrung vom Verfasser.

75) Keynes, a. a. O. S. 56, im Original S. 84, 2. Absatz.

76) z. B. in dem angeführten Aufsatz von M. Curtis: es gebe keinen solchen Versuch, es gebe Ersparnis oder Konsumausgabe; aber der Keynes'sche Terminus „Versuch zu sparen“ bezieht sich auf die gesamtheitliche Ersparnis innerhalb eines beliebigen Zeitraumes; vgl. die Entgegnung A. P. Lerners auf diesen Einwand von M. Curtis: A. P. Lerner: Saving Equals Investment, in: Quarterly Journal, Vol. LII, No. 2, S. 297—309.

77) Vgl. die Bemerkungen Keynes' a. a. O. S. 67/68 über den Unterschied zwischen seiner Therminologie und der D. H. Robertsons.

Damit ergibt sich: die These Keynes', Ersparnis und Investition seien notwendig und immer gleich, steht nicht in Widerspruch zu der weiteren These: Einkommen mache Ersparnis und Investition gleich. Verschiedene Autoren sahen in dem Satz: Ersparnis und Investition sind notwendig gleich, einen Widerspruch zu dem weiteren Satz: Einkommen macht Ersparnis und Investition gleich; so z. B. G. Haberler: im Anschluß an die oben zitierte Stelle [78]), in der Haberler gesagt hatte, der Keynes'sche Ersparnisbegriff müsse, da Investition und Ersparnis immer und notwendig gleich sein sollen, unabhängig sein von der Verfügung der Einkommensbezieher über ihr gegebenes Einkommen, fährt Haberler fort: „What is then the sense of saying that income must increase by so and so much in order to induce income-reveivers to provide . . . . saving?“ [79]) Ebenso Hawtrey: „If they (= Saving and Investment, D. V.) are defined as“ “different aspects of the same thing“, how can it possibly be “the level of income which ensures equality between saving and investment“?“ [80])

Diese Einwendungen argumentieren stillschweigend mit dem Robertson-Haberlerschen Einkommensbegriff; vom Standpunkt des Keynes'schen Einkommensbegriffes besagen beide Thesen das Gleiche: wenn das Gesamteinkommen kein gegenüber der Konsumdisposition Gegebenes ist und eine Gleichheit von Ersparnis und Investition nur für diese Fassung des Einkommensbegriffes postuliert wird, dann bedeutet die Aussage, Ersparnis und Investition seien notwendig gleich, das Nämliche wie die Aussage, der Stand des gesamtheitlichen Einkommens bewirke die entsprechende Gleichheit.

Mit diesem Resultat ist die theoretische Vorfrage gelöst, wie sich Keynes' ausdrückliche Antithese gegen die klassische Zinstheorie zu der Grundgleichung der Allgemeinen Theorie, Ersparnis sei notwendig gleich Investition, verhält: wenn Keynes der Einkommensbewegung die Funktion zuspricht, Ersparnis und Investition auszugleichen, verwickelt er sich damit nur scheinbar in einen Widerspruch mit seiner grundsätzlichen Feststellung, Ersparnis und Investition seien notwendig und immer gleich: der scheinbare Widerspruch löst sich auf, wenn man auf die Eigenart des Keynes'schen Einkommensbegriffes zurückgeht.

Die Frage, ob tatsächlich an Hand des Keynes'schen Einkommensbegriffes eine Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition sinnvollerweise abgeleitet werden kann, ist Gegenstand späterer Ausführungen [82]).

---

78) S. 21, Fußnote 58).

79) G. Haberler, a. a. O. S. 304.

80) R. G. Hawtrey, a. a. O. S. 437.

81) Die oben S. 21/22 angeführten Konstruktionen des Saving bzw. Dissaving der Unternehmer als Folge einer Preisveränderung, die Konstruktionen der unfreiwilligen Investition bzw. Dis-Investition dürften lediglich die Bedeutung haben, aufzuzeigen, wie sich die Situation darstellen würde, wenn in einem beliebig herauszugreifenden Zeitpunkt der Gesamtbestand der Ersparnisse und der Gesamtbestand der Investitionen registriert würde.

Ein derartiges Verfahren ist aber, streng genommen, gegenüber dem Keynes'schen Einkommensbegriff, der das stetige Fließen des Einkommensstromes in einem beliebig zu wählenden Zeitabschnitt, in seinem wechselseitigen Bedingungszusammenhang mit der Konsumdisposition der einzelnen Einkommensbezieher, erfaßt, nicht ganz adäquat.

82) vgl. das folgende Kapitel der Arbeit!

II. Kapitel: Darstellung und Beurteilung des Keynes'schen Angriffes gegen die klassische Zinstheorie.

1. Die funktionellen Zusammenhänge zwischen Einkommen, Investition und Ersparnis im Keynes'schen System.

Nach Erledigung der theoretischen Vorfragen kann dazu übergegangen werden, die Antithese zur klassischen Zinstheorie darzustellen und zu prüfen, ob der Gegenbeweis, den Keynes gegen die klassische Theorie führt, schlüssig ist. Keynes sagt: „In Wahrheit übersieht . . . . die klassische Theorie nicht nur den Einfluß der Aenderungen im Niveau des Einkommens, sondern sie verwickelt sich in einen förmlichen Irrtum. Wie . . . . ersehen werden kann, nimmt die klassische Theorie nämlich an, daß sie zur Erwägung der Wirkung (z. B.) einer Verschiebung in der Nachfragekurve des Kapitals auf den Zinsfuß übergehen kann, ohne ihre Voraussetzung über die Summe des gegebenen Einkommens, aus der die Ersparnisse gemacht werden, einzuschränken oder zu ändern." „Die klassische Theorie des Zinsfußes scheint anzunehmen, daß bei einer Verschiebung der Nachfragekurve des Kapitals oder bei einer Verschiebung der Kurve, die den Zinsfuß zu den aus einem gegebenen Einkommen ersparten Summen in Beziehung bringt[83]), oder bei einer Verschiebung dieser beiden Kurven, der neue Zinsfuß durch den Schnittpunkt der neuen Lagen der beiden Kurven gegeben sein wird. Diese Theorie ist aber Unsinn[83]). Denn die Voraussetzung, daß das Einkommen beständig ist, ist unvereinbar mit der Annahme, daß diese beiden Kurven sich unabhängig voneinander verschieben können. Wenn sich eine von ihnen verschiebt, wird sich im allgemeinen das Einkommen verändern; mit der Folge, daß der ganze, sich auf die Voraussetzung eines gegebenen Einkommens stützende Ansatz zusammenbricht[83]) [84]). „Die herkömmliche Analyse war sich bewußt, daß Ersparnis von Einkommen abhängt, aber sie übersah die Tatsache, daß Einkommen von Investition abhängt[85]), in solcher Weise, daß, wenn sich die Investition ändert, sich das Einkommen notwendigerweise genau in jenem Grade ändern muß, der erforderlich ist, um die Aenderung in der Ersparnis gleich der Aenderung in der Investition zu machen[85]) [86]).

A. P. Lerner umschreibt den Keynes'schen Einwand gegen die klassische Zinstheorie folgendermaßen: „Nach der angeführten Schlußfolgerung (ergänze: der klassischen Theorie, D. V.) soll die Kurve des Angebots von Spargeldern unabhängig sein von der Kurve der Nachfrage nach Spargeldern; dies bedeutet, daß bei einem gegebenen Zinsfuß die Höhe der Spargelder unabhängig wäre von der Höhe der investierten Gelder, sowie von der Höhe der Einkommen. Es wäre aber lächerlich, so etwas anzunehmen,

---

83) Sperrung vom Verfasser!

84) Keynes, a. a. O. S. 150 (letzter Absatz), 151 (14. Kapitel); im Original S. 179 (2. Absatz).

85) Sperrung vom Verfasser!

86) Keynes, a. a. O. S. 152 (vorletzter Absatz), im Original S. 184 (oben).

denn tatsächlich wachsen, sobald die Investierungstätigkeit zunimmt, sofort auch die Einkommen, so daß die Spartätigkeit genau in demselben Maße zunimmt, wie die Investierung. Die Angebotskurve steht nicht still. Welchen Punkt man auch immer auf der Nachfragekurve wählt, stets bewegt sich die Angebotskurve nach rechts oder nach links, so daß sie die Nachfragekurve in dem gewählten Punkt schneidet" [87]).

In gleichem Sinne ein anderer Rezensent der Keynes'schen Theorie: „The volume of saving depends (ceteris paribus) on income. Income depends (ceteris paribus) on the rate of investment. The rate of investment depends (ceteris paribus) on the rate of interest. Hence, until the rate of interest is known, the volume of saving is unknown, and the rate of interest cannot be determined by the interaction of the marginal efficiency of capital (the demand for capital to invest) and the supply schedule of saving" [88]).

R. F. Harrod beurteilt die Ablehnung der klassischen Zinstheorie seitens Keynes' mit dem angeführten Argument folgendermaßen: „I suggest that the most important single point in Mr. Keynes' analysis is the view that it is illegitimate to assume that the level of income is independent of the amount of investment decided upon; no results achieved by the short-cut of such an assumption can be of any value" [89]). Die bisherige Theorie habe fälschlicherweise angenommen, „that the level of income could be taken as fixed in the departmental theory of interest and saving ...." [90]) [91]).

Um zu beurteilen, ob der Vorwurf, den Keynes und seine Anhänger der klassischen Zinstheorie machen — nämlich ihre Analyse stelle einen Kreisschluß dar, da die Kenntnis des einen Bestimmungsgrund des Zinses, Kapitalangebot, über seine Abhängigkeit von Einkommen, dessen Abhängigkeit von der Investition, deren Abhängigkeit vom Zinsfuß, schon die Kenntnis des zu Bestimmenden, des Zinsfußes voraussetze, — begründet ist, sollen die grundsätzlichen quantitativen Beziehungen zwischen Einkommen und Investition, die Keynes in der Allgemeinen Theorie aufstellt, dargelegt werden.

Zunächst ist die direkte, eindeutige Abhängigmachung des Einkommens von der Beschäftigung hervorzuheben: da Einkommen und Beschäftigung „immer miteinander zu- oder abnehmen", damit „sozusagen, gegeneinander austauschbar" seien, bezeichnet Keynes „Einkommen in Lohneinheiten [92]) gemessen als einen zureichend brauchbaren Index von Aenderungen im Realeinkommen." „Die in diesem Buch behandelten Schwankungen im Realeinkommen sind jene, die aus der Anwendung verschiedener Mengen von Beschäftigung (d. i. Arbeitseinheiten) auf eine gegebene Kapitalaus-

87) A. P. Lerner, a. a. O. S. 1114.

88) P. T. Ellsworth: Mr. Keynes on the Rate of Interest and the Marginal Efficiency of Capital, in: Journal of Political Economy, Vol. XLIV, No. 6, S. 767—790; S. 770.

89) R. F. Harrod, a. a. O. S. 76.

90) a. a. O. S. 84.

91) In der deutschen Keynes-Literatur schließen sich dem Keynes'schen Einwand gegen die klassische Zinstheorie an: H. Peter, a. a. O.; W. Lautenbach in seinen zwei erwähnten Abhandlungen zur Keynes'schen Theorie; C. Föhl in der angeführten Besprechung der Keynes'schen Theorie und in dem Werk „Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf", das in den Anmerkungen auf die Allgemeine Theorie Bezug nimmt.

92) „Lohneinheit" ist die für eine Arbeitseinheit, d. h. eine Stunde unqualifizierter Arbeit gezahlte Entschädigung in Geld; vgl. Keynes, a. a. O. 4. Kap., S. 33, 34, 35; vgl. dazu oben, S. 19, Fußnote 44).

rüstung herrühren, so daß das Realeinkommen mit der Zahl der beschäftigten Arbeitseinheiten zu- oder abnimmt“ [93]). An Hand dieser engen Beziehungen zwischen Geldeinkommen [94]), Realeinkommen und Beschäftigung [95]) argumentiert Keynes: Beschäftigung und Einkommen aus dieser Beschäftigung wird reproduziert, soweit jeder einzelne Einkommenbezieher sein Einkommen verbraucht: insoweit bliebe Einkommen und Beschäftigung immer auf der gleichen Höhe. Nun gibt jedoch nicht jeder einzelne Einkommensbezieher sein ganzes Einkommen für Verbrauchsgüter (einschließlich immaterielle Verbrauchsgüter, Dienstleistungen, usw.) aus, sondern behält einen Teil zurück, er spart. Keynes glaubt, in einer bestimmten Volkswirtschaft, deren psychologische, soziale, soziologische und institutionelle Eigenart als relativ feststehend, weil sich nur langsam und allmählich verändernd, angesehen werden kann, sei dieser „Hang zum Verbrauch“ d. h. die Verbrauchsneigung [96]) für jede Höhe des gesamtheitlichen Einkommens-

93) Keynes, a. a. O., 10. Kapitel, S. 97/98 (oben).

94) Da Einkommen ja in „Lohneinheiten“, d. h. der Geldentschädigung für eine Stunde unqualifizierter Arbeit gemessen wird, gilt die postulierte Abhängigkeit des Einkommens von der Beschäftigung gleichermaßen für Realeinkommen und Geldeinkommen.

95) A. C. Pigou hat — mit Recht — betont, daß es unverträglich sei, Investition, d. h. den Reinzuwachs zur Kapitalausrüstung, zu **d e m** Problem der Wirtschaft zu machen, Schwankungen in der Investition als Ursache der Schwankungen von Beschäftigung und Einkommen anzusehen, und gleichzeitig eine „g e g e b e n e K a p i t a l a u s r ü s t u n g“ anzunehmen: Pigou zitiert zunächst aus dem englischen Original der Allgemeinen Theorie die gleiche Stelle die oben (S. 33/34) aus der deutschen Ausgabe zitiert wurde (in der englischen Ausgabe S. 114) und fährt dann fort: „But throughout the main part of his book he (= Keynes, D. V.) supposes that some new investment is being undertaken every year. It is evident that, if this is happening, capital equipment cannot be unchanged. He is assuming in fact a stationary state and at the same time a moving one.“ „Nobody could make use of mutually inconsistent hypotheses.“ (A. C. Pigou, a.a.O. S. 122.) Wenn im folgenden die Beziehungen, die Keynes zwischen Einkommen und Investition ableitet, dargestellt werden, muß die Voraussetzung einer gegebenen Kapitalausrüstung fallen gelassen werden. In ähnlicher Weise polemisiert J. A. Schumpter gegen die Substituierung von Realeinkommen und Beschäftigung: „Mr. Keynes is as careful to point out that number of workmen employed is not proportional to output as Ricardo was to point out that value cannot be proportional to quantity of labor. But exactly as Ricardo reasoned as if it were, so Mr. Keynes assumes that employment of labor is an "adequate" index of the output resulting from it. The arguments offered by both authors, in support of what is a procedure obviously inadmissible in anything that pretends to be a "general" theory, are curiously alike. In particular both display a desire to banish the variations of output — or in Ricardo's case, of "riches" — from the realm of theory.“ „ . . . . . reasoning on the assumption that variations in output are uniquely related to variations in employment impose the further assumption that all production functions remain invariant. Now the outstanding feature of capitalism is that they do not but that, on the contrary, they are being incessantly revolutionized. The capitalist process is essentially a process of change of the type which is being assumed away in this book, and all its characteristic phenomena and problems arise from the fact that it is such a process.“ (J. A. Schumpeter, a. a. O. S. 793/794.)

Zu betonen ist, daß die Substituierung von Beschäftigung und Einkommen und die in ihr enthaltene Unterstellung einer gleichbleibenden Grenzproduktivität des Kapitals unverträglich ist mit der Erörterung, welche Wirkungen einer Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals zukommen.

Die Keynes'sche Voraussetzung eines „gegebenen“ Kapitalbestandes gab wohl Anlaß, die Allgemeine Theorie als ausschließlich eine Theorie des Short-run zu betrachten (H. Peter, a. a. O. S. 62 nimmt ausdrücklich auf diese Annahme Keynes' Bezug).

Richtig an der Keynes'schen Substituierung von Beschäftigung und Einkommen ist zweifelsohne, daß die erheblichen Schwankungen des Einkommens eine Funktion der Schwankungen in der Beschäftigung sind.

96) A. Amonn erachtet die Uebersetzung von „propensitiy to consume“ (englische Ausgabe, S. 89 u. ff.) durch „Hang zum Verbrauch“ für stilistisch schlecht: die richtige sinngemäße Wiedergabe sei „Verbrauchsneigung“ (A. Amonn, a. a. O. (1. Teil, S. 1/2, Anmerkung 1.).

standes gegeben: bei einem geringen Einkommen bestehe eine gegebene Verbrauchsneigung, bei einem größeren Einkommen eine größere Verbrauchsneigung, jedoch wachse die Verbrauchsneigung nicht in der gleichen Proportion wie die Einkommenshöhe[97]). Keynes räumt zwar ein, daß unabhängig vom Stand des Einkommens subjektive und objektive Faktoren die Verbrauchsneigung, bzw. die Sparneigung beeinflussen, jedoch erachtet er für die Gesamtheit betrachtet, die Wirksamkeit dieser Faktoren als relativ unerheblich[98]). Insoweit die einzelnen Einkommensbezieher ihr Einkommen nicht vollständig verbrauchen, ist zur Reproduktion dieses Einkommens Investition erforderlich: „Um eine gegebene Beschäftigungsmenge zu rechtfertigen, ist somit ein Betrag laufender Investition erforderlich, der groß genug ist, um den Ueberschuß der gesamten Produktion über die Menge, zu absorbieren, die die Bevölkerung gerade verbraucht, wenn die Beschäftigung auf der gegebenen Höhe ist. Dennn wenn dieser Betrag der Investition nicht vorhanden ist, werden die Einkünfte der Unternehmer kleiner sein, als notwendig ist, um sie zu veranlassen, die gegebene Menge der Beschäftigung anzubieten. Daraus folgt, daß, wenn das, was wir den Hang zum Verbrauch der Bevölkerung nennen werden, gegeben ist, das Gleichgewichtsniveau der Beschäftigung, das heißt, das Niveau, auf dem die Unternehmer in ihrer Gesamtheit keine Veranlassung haben, die Beschäftigung zu steigern oder zu verringern, von der Menge der laufenden Investition abhängt“[99]). „Der Hang zum Verbrauch und die Rate der Neuinvestition bestimmen unter sich die Menge der Beschäftigung . . . .“[100]).

Investition hat in der Keynes'schen Theorie nur den interessanten Aspekt, daß es eine Produktion ist, die Einkommen schafft, Nachfrage nach Konsumgütern, aber selbst noch keine Konsumgüter auf den Markt bringt: Investition hat die Funktion, „den Ueberschuß der gesamten Produktion über die Menge zu absorbieren, die die Bevölkerung gerade verbraucht, wenn die Beschäftigung auf der gegebenen Höhe ist“[101]), bzw. die Kluft zu füllen zwischen Einkommen und Verbrauchsneigung[102]).

97) Keynes, a. a. O. 1. Buch, Einleitung und 3. Kapitel, insbes. S. 23—27; 3. Buch, 8. und 9. Kapitel, S. 77—96. Auf eine Kritik dieser angeblichen Verbrauchsneigung sei in diesem Zusammenhang verzichtet.

98) vgl. Keynes, a. a. O. Zur Kritik der Verbrauchsneigung in formaler und sachlicher Hinsicht vergleiche: A. Forstmann: Ueber produktive und nicht-inflatorische Kreditgewährung, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, H. 3, S. 543—597; S. 550 (Mitte) u. ff. (einschließlich Anmerkungen!); und derselbe: Arbeit oder Beschäftigung? Kritische Betrachtungen zu J. M. Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung“, in: Finanz-Archiv, N. F., Bd. VII, H. 13, S. 375 bis 388; insbes. S. 376 ff.; ferner A. Amonn, a. a. O. 1. und 2. Teil.

An dem Begriff der Verbrauchsneigung ist vor allem unklar, ob gemeint ist, Verbrauch aus dem laufenden Einkommen allein, oder Verbrauch aus dem laufenden Einkommen plus Aufzehrung alter Ersparnisse (vgl. zu dieser Frage: G. Holden: Mr. Keynes' Consumption Function and the Time-Prefence Postulate, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LII, No. 2, S. 281 bis 296). In dem Zusammenhang der Prüfung der Keynes'schen Kritik an dem Ansatz der klassischen Zinstheorie erübrigt sich eine eingehende Kritik: Keynes sagt selbst, seine Kritik an der klassischen Theorie stütze sich insoweit nicht auf die Ablehnung der These, der Zins bestimme ceteris paribus die Summen, die aus einem gegebenen Einkommen erspart werden; der Zinsfuß rangiert bei Keynes als einer der objektiven Faktoren, der für die Sparneigung bzw. Verbrauchsneigung von Einfluß sein kann (vgl. das 8. und 9. Kapitel der Allgemeinen Theorie, S. 77 ff.).

99) Keynes, a. a. O. S. 23/24 (oben); im Original S. 27 (2. Abs.).

100) a. a. O. S. 26; im Original S. 28 (oben).

101) a. a. O., S. 23/24 (vgl. S. 31 der Arbeit, Fußnote 99).

102) Bezüglich der Behandlung des Problems der Investition wurde gegen Keynes der Einwand erhoben, sein Begriff der Investition umfasse nur sog. Pseudoinvestitionen, bei denen ein

Verbrauchsneigung und Investition ergeben zusammen die „wirksame Nachfrage“ [103]) [104]).

Ist diese „wirksame“ Nachfrage unzureichend, d. h. füllt die Investition nicht vollständig die Kluft zwischen Einkommen und Verbrauchsneigung auf diesem Stande des Einkommens, dann vermindert sich durch die gesunkenen Einkünfte der Gesamtheit der Unternehmer Einkommen und Beschäftigung, und zwar in dem Maße, daß dem geringeren Einkommen eine größere Neigung aller einzelnen Einkommensbezieher, aus ihren gegebenen Einkommen zu verbrauchen entspricht und folglich bei dieser Verbrauchsneigung die Investition genügt, um die Kluft zwischen Einkommen und Verbrauchsneigung auszufüllen. Es liegt dann in diesem Falle ein unterbeschäftigtes Gleichgewicht vor, d. h. bei diesem geringeren Stand des Einkommens und der Produktion, der nicht hinreichend ist, um alle verfügbaren Arbeitskräfte zu beschäftigen, ist die Verbrauchsneigung so groß, daß die vorhandene Investition hinreichend ist, um die Lücke zwischen Einkommen und Verbrauchsneigung auszufüllen [105]).

Sobald aber die Rate der Neuinvestition zusammen mit der Verbrauchsneigung eine wirksame Nachfrage schafft, die größer ist, als erforderlich wäre, damit Einkommen in voller Höhe reproduziert werden kann, veranlassen — nach Keynes' Ansicht — die zunehmenden Erlöse die Unternehmer, Beschäftigung und Produktion auszudehnen, bis eine derartige Höhe der Produktion und des Einkommens erreicht ist, bei der die Ersparnis der Höhe der Investition entspricht. Die genaue Beziehung zwischen dem Zuwachs in der Investition, der den Ueberschuß der wirksamen Nachfrage über jene Höhe, die zur Reproduktion des bisherigen Einkommensstandes hinreichend gewesen wäre, veranlaßte, und dem daraus folgenden Zuwachs des Gesamteinkommens leitet Keynes an Hand des neuen Begriffes des „Grenzhanges zum Verbrauch“, bzw. der Grenzverbrauchsneigung (englisch: marginal propensitey to consume) ab [106]); die Grenzverbrauchsneigung ist der Quotient aus jenem Betrag, den die Bevölkerung von einem bestimmten Einkommenszuwachs verbrauchen will, und dem Betrag dieses Einkommenszuwachses, von Keynes ausgedrückt als $\frac{dC}{dY}$; da aber der ursprüngliche Einkommenszuwachs gleich dem Betrag der zusätzlichen Investition ist, ein Gleichgewicht erst erreicht ist, wenn das Gesamt-

---

wertmäßiger Uebergang in die Konsumsphäre qualitativ überhaupt nicht in Frage komme, also solche Investitionen, die auf die Dauer gesehen, das wirtschaftliche Gemeinwesen nur verarmen ließen, weil sie „unproduktiv“ seien. Derartige Einwendungen erhebt A. Forstmann in: Arbeit oder Beschäftigung, a. a. O. S. 378 ff. und F. H. Hermens: Der neue Keynes, in: Der österreichische Volkswirt, Jahrgg. 28, No. 49, S. 939—941. Jedoch ist zu beachten, daß die spezifische Funktion, die nach Keynes die Investition erfüllen soll, unabhängig davon ist, ob es sich um produktive eigentliche Investitionen oder um unproduktive Pseudoinvestitionen handelt. Vergleiche dazu folgende Stelle aus J. Robinson's schon angeführter Abhandlung: The Long-Period Theory of Employment (a. a. O. S. 78):

„While investment is going on it causes an increase in effective demand, and, from a strictly short period point of view, this is the only aspect of accumulation that is important. The increase in current total income brought about by building a Tower of Babel is just as great as the increase brought about by investing an equal sum in electrifying a railway system.“

103) Keynes, a. a. O. S. 26.

104) Genauer: die wirksame Nachfrage soll von erwartetem Verbrauch und erwarteter Investition abhängen (Keynes, a. a. O. S. 24/25.).

105) vgl. das 3. Kapitel der Allgemeinen Theorie, S. 20 ff.: „Der Grundsatz der wirksamen Nachfrage“.

106) Vgl. das 10. Kapitel der Allgemeinen Theorie, S. 97 ff.

einkommen soweit gestiegen ist, daß die Bevölkerung, gemäß der bekannten Grenzverbrauchsneigung, ihre Ersparnisse um einen Betrag vermehren will, der gleich dem Betrag der zusätzlichen Investition ist, kann — so glaubt Keynes — aus dem gegebenen Betrag des ursprünglichen Investitionszuwachses und der bekannten Grenzverbrauchsneigung jene Höhe des Einkommenszuwachses errechnet werden, die erforderlich ist, damit die Bevölkerung gerade den Betrag zusätzlich sparen will, der dem Investitionszuwachs gleich ist[107]. Keynes sagt deshalb: „Die Investition, in Lohneinheiten gemessen, kann nicht zunehmen, ohne daß die Bevölkerung bereit wäre, ihre Ersparnisse, in Lohneinheiten gemessen, zu vermehren. Gewöhnlich wird die Bevölkerung dies nicht tun, ohne daß ihr gesamtes Einkommen, in Lohneinheiten gemessen, zunimmt. Ihr Streben, einen Teil ihrer vermehrten Einkommen zu verbrauchen, wird somit die Produktion anregen, bis das neue Niveau der Einkommen einen Ueberschuß an Ersparnissen schafft, der genügt, um der vermehrten Investition zu entsprechen. Der Multiplikator sagt uns, um wieviel ihre Beschäftigung vermehrt wer-

107) Der genaue Ansatz, aus dem Keynes mittels der gegebenen Grenzverbrauchsneigung die Höhe des „Gleichgewichtseinkommenszuwachses", die einem gegebenen Investitionszuwachs entspricht, errechnen zu können glaubt, ist folgender: angenommen es erfolge eine zusätzliche Investition von 100 (Lohneinheiten), die Grenzverbrauchsneigung $\frac{dC}{dY}$ sei $\frac{60}{100}$, d. h. die Bevölkerung ist geneigt, bei einem Einkommenszuwachs von 100 60 davon zu verbrauchen; dadurch steigt die Verbrauchsnachfrage und damit wieder das Einkommen, bis schließlich ein Gesamteinkommenszuwachs erreicht ist, bei dem die Bevölkerung genau soviel zusätzlich sparen will, als der Investitionszuwachs beträgt: d. h. bis $\Delta Y = \Delta C + \Delta I$ (wobei ΔY und ΔC diesen Gleichgewichtsstand des Einkommens- bzw. Verbrauchszuwachses bedeutet). Der Ausdruck ΔI in der Gleichung ist bekannt; ΔY ist die Unbekannte; der Ausdruck ΔC ist nicht bekannt, kann aber umgeformt werden in $\Delta Y \cdot \frac{dC}{dY}$; somit steht nur eine Unbekannte in der Gleichung und die Gleichung löst sich folgendermaßen auf:

$$\Delta Y = \Delta Y \cdot \frac{dC}{dY} + \Delta I; \text{ ergibt:}$$

$$\Delta Y - \Delta Y \cdot \frac{dC}{dY} = \Delta I;$$

$$\Delta Y \left(1 - \frac{dC}{dY}\right) = \Delta I;$$

$$\Delta Y = \Delta I \cdot \frac{1}{1 - \frac{dC}{dY}} \text{ oder:}$$

$$\frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{1 - \frac{dC}{dY}}$$

Den Ausdruck $\frac{1}{1 - \frac{dC}{dY}}$ nennt Keynes k = „Multiplikator": die Multiplikation des Investitionszuwachses mit diesem Ausdruck ergibt den gesuchten Gesamteinkommenszuwachs. In dem gewählten Beispiel:

$$k = \frac{1}{1 - \frac{60}{100}} = \frac{100}{40} = 2.5. \quad \Delta Y = 100 \;.\; 2{,}5 = \Delta Y = 250$$

k bzw. der Multiplikator bedeutet, „daß bei einem Zuwachs der Gesamtinvestition das Einkommen um einen Betrag zunehmen wird, der k mal dem Zuwachs der Investition ist." (Allgemeine Theorie, S. 98). Der Multiplikator ist umso größer je größer die Grenzverbrauchsneigung ist: er ist 1, wenn die Grenzverbrauchsneigung Null ist, d. h. wenn die Bevölkerung von dem primären Einkommenszuwachs durch Vermehrung der Investition nichts zu verbrauchen geneigt ist; er ist unendlich, wenn die Bevölkerung bestrebt ist, jeden Einkommenszuwachs vollständig für Verbrauchsgüter auszugeben.

den muß, um eine Zunahme im Realeinkommen zu ergeben, die genügt, um sie zu den notwendigen Extraersparnissen zu veranlassen; er ist eine Funktion ihrer psychologischen Neigungen . . . . Wenn nicht die psychologischen Neigungen der Bevölkerung von unserer Annahme abweichen, haben wir daher hier das Gesetz festgelegt, daß vermehrte Beschäftigung für Investition notwendigerweise die Verbrauchsindustrien fördern und somit zu einer Gesamtzunahme der Beschäftigung führen muß, die ein Mehrfaches der für die Investition selbst benötigten Grundbeschäftigung ist"[108])[109]).

Diese gesamte Ableitung des Multiplikators beruht auf der Unterstellung, die Bevölkerung werde von dem progressiv zunehmenden Einkommen immer die gleiche Quote zu verbrauchen geneigt sein; die Ableitung wird komplizierter und undurchsichtiger, wenn eingeräumt werden muß — und Keynes räumt dies auch ein[110]) —, daß während des Steigens des Einkommens die Grenzverbrauchsneigung sich verändert.

Es erübrigt sich, in diesem Zusammenhang auf Einzelheiten einzugehen. Die wesentliche Erkenntnis bezüglich des Aufbaues des Keynes'schen Systemes ist die: Keynes nimmt an, daß bei einer gegebenen Verbrauchsneigung der Bevölkerung die Rate der Neuinvestition bestimmt, welches Einkommen und welche tatsächliche Ersparnis erreicht wird: die Investition bestimmt die tatsächliche Ersparnis. Ist die Investition geringer, als erforderlich wäre, um bei einem Einkommensstand, der der Vollbeschäftigung entspricht, den Ueberschuß dieses Einkommens über das, was die Bevölkerung zu verbrauchen geneigt ist, aufzunehmen, dann entsteht — nach

---

108) Keynes, a. a. O. S. 100/101 (oben).

109) Die Ableitung des Multiplikators, wie sie Keynes nur andeutet, aber nicht ausführlich entwickelt, wurde aus dem Grunde ausführlich gebracht, weil der Begriff des Multiplikators in der Keynes-Literatur vielfach Mißdeutungen erfuhr. W. A. Jöhr („Verbrauchsneigung" und „Liquiditätsvorliebe". Eine Auseinandersetzung mit J. M. Keynes, in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 146, H. 6, S. 641—662; S. 649) behauptet, Keynes erkläre mit dem Satz, „die Investition . . . . kann nicht zunehmen, ohne daß die Bevölkerung bereit wäre, ihre Ersparnisse . . . . . . zu vermehren", das Sparvolumen als notwendige Bedingung für die Investition und lehne damit jede Möglichkeit, zu einer Vermehrung des Investitionsvolumen zu gelangen auf dem Weg über zusätzliche Kreditschöpfung, ab. Diese Anschauung bedeutet eine völlige Verkennung des Sinnes des Multiplikators: seiner Formulierung nach könnte allerdings der betreffende Satz aus der Allgemeinen Theorie dahingehend interpretiert werden; im Zusammenhang betrachtet, ergibt sich klar, was Keynes meint: die Zunahme der Ersparnisse erachtet Keynes für eine zwangsläufige Begleiterscheinung der Vermehrung des Investitionsvolumens: die Zunahme der Ersparnisse ist nicht — nach der Ansicht Keynes' — Ursache der Vermehrung der Investitionen, sondern Folge.

A. Forstmann (Arbeit oder Beschäftigung? a. a. O., S. 444—448) behauptet, der Ausdruck $\Delta Y = \Delta C + \Delta I$ besage, daß eine Veränderung des Einkommens eine Veränderung des Verbrauches und der Investition verursache; dies sei auch vollkommen richtig, aber Keynes drehe nun diesen Kausalzusammenhang unzulässigerweise herum und schließe von einer Vermehrung der Investition auf eine Vermehrung des Einkommens; Keynes verwechsle damit Ursache und Wirkung. Auch hier ist der Sinn, den der Multiplikator nach der Ansicht Keynes' haben soll, völlig verkannt: Keynes erörtert mit dem Multiplikator die Wirkungen einer Vermehrung der Investitionen über den Betrag, der zusammen mit der Verbrauchsneigung den gegebenen Stand des Einkommens gerade aufrechterhalten hätte: Investitionszuwachs ist bei ihm die Ursache, Einkommens- und Ersparnisvermehrung die Wirkung. Auch die Kritik G. Haberlers an dem Begriff des Multiplikators, die Theorie des Multiplikators besage nichts über die empirische Wirklichkeit, da nach Keynes' Terminologie jede Investition in sich eine Ersparnis darstelle und folglich die Ersparnis zunehme, nichts als eine Folge des steigenden Einkommens, sondern als eine rein logisch-terminologische Folge der präsumtiven Identität von Ersparnis und Investition (Haberler, a. a. O., S. 304), geht insoweit am Sinn der Theorie des Multiplikators vorbei.

110) Keynes, a. a. O., S. 103 (oben).

Keynes — ein unterbeschäftigtes Gleichgewicht, bei dem gemäß dem geringeren Einkommen die Bevölkerung gerade soviel sparen will, als die Investition beträgt; es wird dann gerade soviel verbraucht, als verbrauchsreife Güter auf den Markt kommen und die Unternehmer in ihrer Gesamtheit haben keinen Anlaß, Produktion und Beschäftigung auszudehnen oder einzuschränken. Bei einer gegebenen Verbrauchsneigung gibt es gemäß dem jeweiligen Betrag der laufenden Investition eine Fülle von Gleichgewichtszuständen des Einkommens, viele unterbeschäftigte, und nur, wenn der Betrag der Investition ein optimaler ist, ein vollbeschäftigtes Gleichgewicht [111]).

Wenn Verbrauchsneigung und Investitionsrate gegeben sind, ist der Gleichgewichtsstand des Einkommens eindeutig bestimmt: „Den Hang zum Verbrauch und die Rate der Neuinvestition gegeben, wird es somit nur ein Niveau der Beschäftigung geben, das mit dem Gleichgewichtszustand vereinbar ist..." [112]). Die Uebereinstimmung von Verbrauchsneigung und Investitionsrate als Bedingung eines gegebenen Einkommens und dessen Aufrechterhaltung erinnert an den Aufbau des Treatise [113]), der auf die Untersuchungen K. Wicksells [114]) zurückging. Die Allgemeine Theorie weicht insofern vom Treatise ab, als es hier, gemäß der neuen Terminologie Keynes', keine Divergenz zwischen Ersparnis und Investition mehr gibt, sondern nur eine Divergenz zwischen Investition und Verbrauchsneigung bei einem gegebenen Einkommensstand, während Investition und tatsächliche Ersparnis immer gleich sein sollen [115]). Von dem Schema Wicksells [116]) rückt die Allgemeine Theorie insofern ab, als Keynes nun, infolge der Unterstellung einer relativen Lohnstarrheit [117]), Gleichgewichtspositionen des Einkommens in beliebiger Anzahl annimmt [118]).

2. Formal-logische Beurteilung der immanenten Kritik Keynes' an der klassischen Zinstheorie.

Muß die klassische Zinstheorie aus den von Keynes angegebenen Gründen als „Unsinn" [119]) betrachtet werden? Ist man überzeugt, daß die Kur-

111) Keynes, a. a. O., S. 203/204.

112) a. a. O., S. 24.

113) Keynes: Vom Gelde, 3. Buch, 11. Kap. I., S. 124 ff.

114) K. Wicksell: Geldzins und Güterpreise. Jena 1938.

115) Vergleiche die Bemerkungen Keynes' in der Allg. Theorie über den Unterschied zwischen der Allgemeinen Theorie und dem Treatise: a. a. O. 6. Kap. S. 53/54.

116) Zur Darstellung des Wicksellschen Schemas vgl. G. Myrdal: Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse, in: Beiträge zur Geldtheorie; herausgegeben von F. A. Hayek. Wien 1933.

117) Keynes erläutert a. a. O. S. 9—16, daß in der empirischen Wirklichkeit Geldlöhne relativ starr sind; er verfehlt aber, ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß die Annahme einer relativen Kosten-Lohnstarrheit notwendige Bedingung ist für die Möglichkeit beliebiger unterbeschäftigter Gleichgewichtszustände. Wenn bei einem gegebenen Zustand des Einkommens die Investitionsrate gegenüber der Verbrauchsneigung unzureichend ist, daraus eine unzureichend wirksame Nachfrage resultiert, würde Produktion, Beschäftigung und Realeinkommen nicht sinken, wenn die Produktpreissenkung sofort von einer Produktionsmittelpreissenkung, insbesondere einer Geldlohnsenkung begleitet wäre; unter dieser Annahme gäbe es kein neues Gleichgewicht bei einem geringeren Stand des allgemeinen Einkommens, sondern nur den kumulativen Prozeß nach unten, den K. Wicksell angenommen hatte. Daß die Annahme einer relativen Geldlohnstarrheit notwendige Bedingung der Keynes'schen unterbeschäftigten Gleichgewichtspositionen ist, hebt hervor besonders W. Lautenbach: Zur Zinstheorie von J. M. Keynes, a. a. O.

118) Keynes, a. a. O. S. 203/204.

119) Diese scharfe Forderung gebraucht Keynes, a. a. O. S. 150, letzter Absatz.

ven von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage nicht den Zins bestimmen können, weil jede Veränderung der Kapitalnachfrage ceteris paribus auch das Kapitalangebot entsprechend verändert, während eine Veränderung des Kapitalangebotes ceteris paribus nicht das tatsächliche Kapitalangebot verändert, sondern das Einkommen, bei dem die gleiche Menge wie zuvor gespart wird?

Gegen die Behauptung Keynes', Kapitalangebot und Kapitalnachfrage seien „equal ex definitione whatever interest level exists on the market“ [120]), erheben B. Ohlin und D. H. Robertson [121]) die Einwendung, diese angeführte Gleichheit von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage besage nichts gegen die klassische Zinstheorie; nach der klassischen Zinstheorie gleiche der Zinsfuß nicht Kapitalangebot und Kapitalnachfrage aus, sondern die entsprechenden Kurven, die Kapitalangebots- und die Kapitalnachfragekurve; aus der Uebereinstimmung von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage eine Ablehnung der klassischen Zinstheorie zu folgern, hieße Kapitalnachfrage mit der Nachfragekurve des Kapitals, Kapitalangebot mit der Angebotskurve des Kapitals verwechseln. So sagt B. Ohlin: „The fact that *expost* [122]) there is always equality between the supply and demand both for savings and credit as well as for commodities — a credit transaction like the purchase and sale of a commodity, is a double-sided transaction — does not prove that the price of credit or the price of a commodity cannot be determined by the condition that in a free market supply and demand at *this* [122]) price ist made equal . . .

One must distinguisch sharply between the quantity of credit actually given (corresponding to the quantity of a commodity purchased and sold) on the one hand, and the supply and demand curves for credit (or commodities) on the other. The former is simply the point of intersection of the curves. When it is said in price theory that the price of a commodity is governed by supply and demand, the meaning is that it is determined by the demand and supply *curves* [122]), which express the planned sales and purchases at different possible prices during a certain future period. These curves are *ex-ante* [122]) concepts and indicate alternative purchase and sale plans“ [123]).

„. . . . . the assertion that the equality between the demand od supply of credit is true ex *definitione* [124]) and explains nothing, depends on his (= Keynes'. D. V.) confusion here of *Ex-post* [124]) and *ex-ante* [124]). *Ex-post* [124]) we have only the point of intersection of the curves, *ex-ante* [124]) we have the whole curves, which determine where the point of intersection will be“ [125]). „Anyone who refuses to accept this analysis . . . . must, I think, refute also the Marshallian supply and demand curve analysis *in toto*“ [126]) [127]).

Und ähnlich D. H. Robertson: „It might, I think, be an advantage if all contributors to this discussion were compelled to turn their contributions into Latin prose. For it would then become evident, how easy it is to wobble between using the word Saving (and the same applies to Investment) to denote

120) Diese Feststellung trifft Keynes in: Alternative Theories of the Rate of Interest, a. a. O. (vgl. oben S. 19, Fußnote 40).
121) B. Ohlin, D. H. Robertson in: Alternative Theories of the Rate of Interest; a. a. O.
122) Kursiv bei Ohlin!
123) B. Ohlin, a. a. O. S. 423.
124) Kursiv bei Ohlin!
125) a. a. O. S. 424, Anmerkung 1.
126) Kursiv bei Ohlin!
127) a. a. O. S. 426 (oben).

an act or process (requiring translation by an infinitive or gerund) and using it to denote the object to which the process has been applied (requiring translation by a neuter past participle)" [128]). „The amount of tea bought is identical with the amount of tea sold, and nothing is needed to "ensure equality" between them. But something is needed to ensure equality between the amount of tea which sellers are willing to put on to the market and the amount which buyers are willing to take off it; and that something is a certain price of tea. Similarly, something is needed to ensure equality between the amount of money which lenders are willing to put on the market for loans and the amount of money which borrowers are willing to take off it; and that something is a certain rate of interest" [129]).

Dem Urteil der angeführten Autoren kann man sich nicht anschließen. Wohl trifft es zu, daß eine Feststellung, Ersparnis und Investition seien gleich, an sich noch nichts gegen die klassische Zinstheorie besagt, weil eine derartige Feststellung nicht ausschließt, daß der Zinsfuß die Kurven von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ausgleicht. Wenn aber Keynes statuiert, Ersparnis und Investition seien gleich, so ist dies, gemäß seiner Definition des Einkommens, gleichbedeutend mit seiner Aussage, die Höhe des Einkommens gleiche Ersparnis und Investition aus [130]); und diese Feststellung schließt aus, daß der Zinsfuß die Angebots- und Nachfragekurve des Kapitals ausgleichen kann: denn Keynes spricht ja damit der Höhe des *Einkommens* diese „Funktion" zu.

Es kann mithin nicht behauptet werden, Keynes' Kritik an der „klassischen" Zinstheorie beruhe auf einer Verwechslung von Kapitalnachfrage und Nachfragekurve des Kapitals, bzw. von Kapitalangebot und Angebotskurve des Kapitals [131]). Robertson und Ohlin dürften übersehen haben, daß, entsprechend der Keynes'schen Terminologie, Keynes' Gleichung: Ersparnis = Investition sinngemäß auf dasselbe herauskommt, wie seine Aussage, die Höhe des Einkommens gleiche die beiden Größen aus, diese Gleichung sich mithin im Sinn und Bedeutung grundsätzlich unterscheidet von der Feststellung Ohlins, „ex-post" seien Ersparnis und Investition gleich.

Ist der Gegenbeweis, den Keynes an Hand der klassischen Kurvenanalyse gegen die klassische Theorie bringt, schlüssig?

Keynes erachtet eine (gegenüber einem Gleichgewichtsstand von Einkommen, Investition und Verbrauchsneigung) vermehrte Sparneigung,

128) D. H. Robertson, a. a. O. S. 428 (unten).

129) a. a. O. S. 429/430.

130) siehe oben S. 24—27.

131) A. C. Pigou weist Keynes eine Mißdeutung der klassischen Kurvenanalyse, bezw. ein Mißverständnis bezüglich der klassischen Argumentation nach. Pigou führt aus (a. a. O. S. 117, Anmerkung 1): „In the course of the discussion of Marshall's Interest Theory there is a curious minor lapse: Marshall hat written: "An extensive increase in the demand for capital will, therefore, be met for a time, not so much by an increase of supply, as by a rise in the rate of interest." Mr. Keynes comments: „Why not by a rise in the supply price of capital goods? Suppose, for example, that the extensive increase in the demand for capital in general is due to a fall in the rate of interest." Is it not evident that this is just the thing which in the context must *not* be supposed? Marshall was speaking of a *rise* of the demand curve for capital. Mr. Keynes retorts by speaking of a movement *along* a stationary demand curve." (Kursiv bei A. C. Pigou.)

Die von Pigou zitierte Stelle aus der Allgemeinen Theorie findet sich im englischen Original S. 187, in der deutschen Ausgabe S. 156, Anmerkung 3 (Anhang zum 14. Kapitel).

bzw. verminderte Verbrauchsneigung — was dasselbe ist wie eine derartige Verlagerung der Kapitalangebotskurve, daß nun zu einem gegebenen Zinsfuß eine größere Bereitschaft besteht, Kapital anzubieten — als einen Faktor, „der, unter sonst gleichen Bedingungen, die Beschäftigung vermindern wird" [132]). Oder, wie A. P. Lerner interpretiert: die „Verminderung von C vermindert Y (durch Verminderung des Einkommens derjenigen, die Verbrauchsgüter verkaufen) und gibt als Unterschied von Y — C die alte Größe S ..... Andere haben umso viel weniger gespart, wie er (d. h. der einzelne Einkommensbezieher, der seine Ersparnis vermehrt hat, D. V.) mehr gespart hat, so daß die gesamte Sparsumme dieselbe geblieben ist und nach wie vor dem unveränderten I entspricht. Wenn I sich nicht ändert, kann auch S sich nicht ändern" [133]). Ein anderer Keynes-Rezensent stellt den Sachverhalt folgendermaßen dar: „. . . the direct effects of the increase in thriftiness will be a decrease in savings and employment..... and a fall in the price-level, with no change in the rate of interest" [134]).

Eine Verminderung der Verbrauchsneigung, oder eine Steigerung der „Sparsamkeit" kann also nach Keynes die tatsächliche Ersparnis gar nicht vermehren, weil sie sofort das Einkommen entsprechend senkt. Diese Aussage, daß verminderte Verbrauchsneigung das Einkommen senke, stellt keinen Gegenbeweis gegen das klassische Argument, vermehrte Bereitschaft zu sparen werde ceteris paribus den Zinsfuß senken, dar: Keynes *behauptet* einfach, vermehrte Sparneigung könne den Zinsfuß nicht senken und von dieser Behauptung aus folgert er, vermehrte Sparsamkeit werde ceteris paribus das Einkommen vermindern. Sobald vermehrte Sparneigung den Zinsfuß senken kann, die entsprechende Verschiebung der Angebotskurve die gleichgebliebene Nachfragekurve in einem Punkt schneidet, der einen niedrigeren Zinsfuß und eine größere Menge des Investitionsvolumens bedeutet, bedeutet vermehrte Sparneigung keine Minderung des Einkommens. Die klassische Argumentation hatte angenommen: es bestehe eine potentielle Bereitschaft der Unternehmer, Kapital für die Zwecke der Investition nachzufragen, ausgedrückt in einer Nachfragekurve, die verschiedene Zinshöhen mit den jeweils nachgefragten Kapitalmengen in Verbindung setzt; dieser Nachfragekurve stehe eine entsprechende Angebotskurve gegenüber; seit Cassel wurde angenommen, das Sparangebot sei unempfindlich gegenüber den üblichen Zinsschwankungen, womit die Angebotskurve insoweit eine Gerade darstellt; das Sparangebot erscheint insoweit gegeben und die Funktion des Zinses darin gelegen, jenen Punkt auf der Nachfragekurve zu bestimmen, bei dem die gleichen Mengen nachgefragt werden, als angeboten werden. Wenn das Sparangebot steigt, die Nachfragekurve gleich bleibt, sinkt — nach der klassischen Argumentation — der Zinsfuß, bevor der durch die zusätzliche Ersparnis gegebene Ausfall an Konsumnachfrage zu einem endgültigen Nachfrageausfall und damit zu Einkommenssenkungen

---

132) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 155 (letzter Absatz des Kapitels).

133) A. P. Lerner, a. a. O. S. 1109 (in der angeführten Stelle bedeutet Y das Gesamteinkommen, S die Gesamtersparnis, C den Gesamtverbrauch (sämtlich wie bei Keynes in Lohneinheiten gemessen).

134) Diese Darstellung der Wirkungen, die einer vermehrten Sparneigung nach der Ansicht Keynes'! zukommen, findet sich bei: D. G. Champernowne: Unemployment, Basic and Monetary: The Classical Analysis and the Keynesian, in: Review of Economic Studies, Vol. III, No. 3, S. 201—216, S. 214.

führen kann[135]). Was der einzelne Einkommensbezieher nicht verbraucht, sondern spart und als Kapital anbietet, soll — nach der klassischen Anschauung —, sofern beim bisherigen Zins eine entsprechende Bereitschaft auf der Seite der Unternehmer, diese Summen als Kapital aufzunehmen, nicht bestand, durch das Mittel der Zinssenkung seinen Weg in die Kapitalgütererzeugung finden. Das, was Keynes Verbrauchsneigung nennt, ist bei der klassischen Zinstheorie ein Bestimmungsgrund des Volumens der Investition (sofern von dem Fall der zusätzlichen Kreditschöpfung abgesehen wird): was Keynes die Verbrauchsneigung nennt, bestimmt — nach der klassischen Anschauung — über den Einfluß auf den Zinsfuß das Volumen der Neuinvestition.

Wenn Keynes demgegenüber Verbrauchsneigung und Investition als selbständige Bestimmungsgründe des Einkommens aufstellt und argumentiert, bei einer gegebenen Rate der Investition werde das Einkommen fallen, wenn die Angebotskurve steige, dann liegt in dieser grundsätzlichen Anschauung Keynes' bereits implizite die Ablehnung der klassischen Zinstheorie; denn nach der klassischen Theorie bleibt eben, infolge der Wirkung der vermehrten Sparneigung auf den Zinsfuß, bei einer Erhöhung der Sparneigung bzw. einer Verminderung der Verbrauchsneigung die Rate der Investition keine gegebene.

Wenn Keynes nun aus dieser seiner grundsätzlichen Anschauung heraus folgert, die klassische Zinstheorie könne deshalb nicht richtig sein, weil die Veränderung der Angebotskurve das Einkommen ceteris paribus vermindere, unternimmt er den Versuch, mit Argumenten, die aus einer grundsätzlichen Ablehnung der klassischen Zinstheorie abgeleitet sind, dieser Theorie einen inneren, logischen Fehler nachzuweisen. Dieses Verfahren ist nach den Gesetzen der Logik nicht einwandfrei: Keynes' Argument kann in sich richtig und zutreffend sein; aber es kann keinen adäquaten Beweis liefern, daß die klassische Theorie „Unsinn“ sei, daß diese Theorie sich in einen „Irrtum“ verwickle.

Das Gleiche gilt für das Argument, mit dem Keynes die klassische Anschauung, eine Erhöhung der Produktivität des Kapitals (d. h. eine Verlagerung oder Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals, derart, daß nun zu einem gegebenen Zinsfuß die Bereitschaft besteht, größere Mengen an Kapital nachzufragen) werde ceteris paribus den Zinsfuß erhöhen, ab-

135) Nach neueren Untersuchungen zur (klassischen) Zinstheorie wurde bezüglich der Wirkung zusätzlicher Ersparnis auf die Konsumgüternachfrage unterschieden, je nachdem ob es sich um eine vollausgenützte (im Keynes'schen Sprachgebrauch: vollbeschäftigte) oder eine nicht-vollausgenützte (im Keynes'schen Sprachgebrauch: unterbeschäftigte) Wirtschaft handelt: in der ersteren soll zusätzliche Ersparnis einen endgültigen Ausfall an Konsumnachfrage und eine Einschränkung der Konsumgüterproduktion verursachen; an die Stelle würde eine zusätzliche Nachfrage nach Produktionsmitteln und eine Ausdehnung der Kapitalgütererzeugung treten: Einkommen, in dem Sinne, wie Keynes es definiert, Einkommen in Lohneinheiten gemessen, würde gleichbleiben und nur die Verteilung dieser Produktion zwischen Konsumgütererzeugung (bzw. genauer: laufender Produktion) und neuer, zusätzlicher Kapitalgütererzeugung würde geändert. Im Falle der unterbeschäftigten Wirtschaft wäre der durch zusätzliches Sparen gegebene Ausfall konsumtiver Nachfrage kein endgültiger, da die Ausdehnung der Kapitalgütererzeugung bisher Unbeschäftigte in den Produktionsprozeß eingliedert und deren Konsumnachfrage an die Stelle des entfallenen Konsums der zusätzlichen Sparer tritt: Einkommen im Sinne Keynes wäre insoweit vermehrt, da die Konsumgütererzeugung gleichbleibt, Kapitalgütererzeugung ausgedehnt ist.

Vgl. dazu: W. Eucken: Kapitaltheoretische Untersuchungen. Jena 1934.

Ferner: A. Lampe: Zur Theorie des Sparprozesses und der Kreditschöpfung. Jena 1926.

lehnt. Nach der klassischen Anschauung bewirkt eine Erhöhung der Grenzproduktivität des Kapitals ceteris paribus (d. h., wenn eine zusätzliche Kreditschöpfung oder ein Enthorten nicht eintritt, also nur das reine Sparangebot für die Investition zur Verfügung steht) durch das Mittel der Zinssteigerung, daß sich nicht das Quantum der Investitionen ändert, sondern die „Qualität" der zur Durchführung gelangenden. Einkommen im Sinne Keynes' wäre insoweit nicht vermehrt und somit entfiele jeder Einfluß auf die Kapitalangebotskurve. Sofern eine Rückwirkung der (geringen) Zinssteigerung auf die Sparneigung angenommen wird, verändert sich zwar das Volumen der Investition, aber nur auf Kosten der Konsumgütererzeugung: eine Vermehrung der Nachfrage nach Konsumgütern über die Menge der laufenden Erzeugung und damit eine Stimulierung der Konsumgüterproduktion, ist unter den genannten Voraussetzungen nach der klassischen Argumentation ausgeschlossen.

Das Argument, eine Erhöhung der Kapitalnachfrage werde als Folge einer Vermehrung der Investition und von hier aus einer Vermehrung der Konsumgüterproduktion Einkommen und damit Ersparnis vermehren, setzt eine Tatsachenkonstellation voraus, die gerade nicht dem reinen Fall der klassischen Argumentation (die ja als solche von Keynes kritisiert wird) entspricht: damit von einer Erhöhung der Grenzproduktivität des Kapitals auf eine Vermehrung der Menge der Investitionen geschlossen werden kann, ist erforderlich anzunehmen, daß außer der Ersparnis andere Quellen des Kapitalangebotes, Kreditschöpfung, Enthorten oder sonstige Elastizitäten der investierbaren Mittel vorhanden sind. Ein Argument, das mit Hilfe solcher besonderer Voraussetzungen gewonnen wurde, kann nicht dazu dienen, eine Aussage, die gemacht wurde unter ausdrücklichem Ausschluß dieser besonderen Voraussetzungen, als logisch falsch zu erweisen. Die Aussage Keynes', eine Erhöhung der Investktionsrentabilität werde die Investitionen und damit das Einkommen und die Ersparnis vermehren, bezieht sich auf einen Fall, für den die Anwendbarkeit der reinen, klassischen Zinstheorie cx hypothesi ausgeschlossen ist, der Zinsfuß sich also voraussetzungsgemäß nicht aus dem Gegenübertreten von Nachfragekurve und Angebotskurve bestimmen kann, weil es sich gar nicht um die Angebotskurve als solche handelt. Daß Keynes mit Behauptungen, die in sich voraussetzen, daß die klassische Zinstheorie eben nicht gilt, der klassischen Zinstheorie logische Mängel nachweisen will, geht z. B. hervor aus folgender Stelle, in der Keynes die klassische Zinsargumentation ausführlich angreift: „Es ist zugegeben worden, zum mindesten nach der Veröffentlichung von Professor Cassels *Nature and Necessity of Interest* [136]), daß es nicht gewiß ist, daß die aus einem gegebenen Einkommen ersparten Summen notwendigerweise mit einer Erhöhung des Zinsfußes zunehmen; während niemand bezweifelt, daß die Nachfragetabelle der Investition bei einem steigenden Zinsfuß fällt. Wenn aber sowohl die Y-Kurven wie auch die X-Kurven mit der Erhöhung des Zinsfußes fallen, besteht keine Gewähr, daß eine gegebene Y-Kurve eine gegebene X-Kurve überhaupt schneiden wird. Dies deutet darauf hin, daß es nicht die Y-Kurve und die X-Kurve allein sein können, die den Zinsfuß bestimmen" [137]). (Zur

136) Kursiv bei Keynes!
137) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 153 (2. Absatz).

Erklärung sei angefügt, daß X-Kurve die Nachfragekurve des Kapitals bedeutet, Y-Kurve die Angebotskurve des Kapitals.)

Einmal: bei einer Erhöhung des Zinsfußes fällt nicht die Nachfragetabelle der Investition, bzw. die Nachfragekurve des Kapitals, sondern bei einer Erhöhung des Zinsfußes sinkt das Volumen der tatsächlichen Kapitalnachfrage, da auf der gegebenen Nachfragekurve ein Punkt verwirklicht wird, der einen höheren Zinsfuß. bzw. eine höhere Grenzproduktivität und eine geringere Menge der Investitionen anzeigt, weil nur eine geringere Anzahl der Investitionen diese dem Zinsfuß entsprechende höhere Grenzproduktivität hat. Zum anderen: aus diesem klassischen Ansatz kann sich niemals ergeben, daß „sowohl die Y-Kurven wie auch die X-Kurven mit der Erhöhung des Zinfußes fallen" — die Erhöhung des Zinsfußes ist nach der klassischen Theorie Ausdruck dessen, daß entweder die Nachfragekurve sich verbessert hat, das Kapitalangebot jedoch sich nicht vermehrt hat, bzw. nicht entsprechend, so daß (immer für den reinen Fall der klassischen Theorie!) die Kapitalnachfrage durch das Mittel des steigenden Zinsfußes auf das begrenzte Sparangebot beschränkt wird; das Volumen der Investition sinkt nicht, sondern es bleibt das Gleiche; oder: die Sparkurve hat sich verändert, in dem Sinne, daß die Sparneigung zurückging und nun die gleichgebliebene Kapitalnachfrage auf dieses geringere Volumen der tatsächlichen Ersparnis beschränkt werden muß; die Kapitalnachfragekurve als solche bleibt die Gleiche.

Es ist Keynes nicht gelungen, der klassischen Zinstheorie einen inneren logischen Widerspruch nachzuweisen; dies dürfte auch kaum möglich sein, denn wie B. Ohlin sagt: „Anyone who refuses to accept this analysis . . . . must, I think, refute also the Marshallian curve analysis in toto" [138]); bzw. es müßte dargetan werden, inwiefern diese Kurvenanalyse gerade bezüglich Angebot und Nachfrage nach Kapital unmöglich durchgeführt werden kann.

An anderer Stelle und in Bezug auf andere klassische Theoreme hat sich Keynes darauf beschränkt, nicht die logisch-theoretische Struktur, sondern die Voraussetzungen tasächlicher Art, mit denen die klassische Theorie arbeitet, anzugreifen: so sagt Keynes im Vorwort, daß „der Fehler nicht im Ueberbau, sondern in einem Mangel an Klarheit und der allgemeinen Gültigkeit in den Voraussetzungen" [139]) liege. Die klassische Zinstheorie aber wird ausdrücklich als „Unsinn" bezeichnet, da es einen logischen Widerspruch darstellen soll, anzunehmen, das Einkommen bliebe bei einer Veränderung einer der beiden Kurven unverändert; aber gerade die Aussage der klassischen Zinstheorie, eine Veränderung der Nachfragekurve oder der Sparkurve lasse das Einkommen aus dem gespart wird unberührt, ist eine Folge ihrer Annahme, daß der Zinsfuß bestimmt wird durch den Schnittpunkt der Kurven von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage. Jede Aussage, die bestreitet, daß Einkommen (in dem Sinne, in dem Keynes Einkommen erfaßt) durch eine Veränderung der beiden Kurven nicht berührt werde, lehnt die klassische Theorie als solche ab, leugnet, daß der Zinsfuß durch Angebots- und Nachfragekurven bestimmt wird; und mit dieser Aussage kann unmöglich eine immanente Kritik an dieser Zinstheorie durchgeführt werden.

---

138) B. Ohlin, a. a. O. S. 426 (oben); vgl. oben S. 36 (Fußnote 127) der Arbeit.
139) Keynes, a. a. O. Vorwort zur Englischen Ausgabe, S. V.

3. Sachliche Beurteilung der Keynes'schen These von der Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition.

Es soll nun geprüft werden, ob eine Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals, die — so sei unterstellt — das Volumen der Gesamtinvestitionen verändert und damit das Volumen der gesamten Produktion und des Einkommens, tatsächlich das Volumen der Ersparnis dem Volumen dieser Investition anpaßt und ob eine Veränderung der Sparneigung, die — so sei unterstellt — das Einkommen vermindert, eine Vermehrung der tatsächlichen Ersparnis nicht zustande kommen läßt. Es soll also geprüft werden, ob und inwieweit tatsächlich Investition und Ersparnis gleich sind.

Voraussetzung dafür, daß eine vermehrte Kapitalnachfrage infolge erhöhter Rentabilität der Investitionspläne das Volumen der Investitionen und der Konsumgütererzeugung, also das Realeinkommen (in „Lohneinheiten" gemessen) steigert, ist, daß mehr investierbare Mittel zur Verfügung stehen, als der laufenden Ersparnis entspricht: denn anderenfalls könnte niemals der vermehrte Umfang der Investitionen zu einer Ausdehnung der gesamten Konsumgüterproduktion führen. Aus welchen Quellen diese Mittel für die Zwecke der Investition stammen, sei dahingestellt.

Es wurde oben [140]) in dem allgemeinen Ueberblick über das Keynes'sche System der Beziehungen zwischen Verbrauchsneigung, Investition und Einkommen, dargestellt, in welcher Weise Keynes, mit Hilfe des Begriffes des „Grenzhanges zum Verbrauch", auf die Einkommensvermehrung, die einem gegebenen Zuwachs der Gesamtinvestition entspricht, schließt. Keynes setzt dabei voraus, daß die Investition den gegebenen Zuwachs erfährt, daß der ursprünglich gegebene Betrag der Investition, der dem unterbeschäftigten Gleichgewicht, von dem ausgegangen wurde, entsprach, um einen bestimmten Betrag (in Lohneinheiten gemessen) netto vermehrt ist [141]). Diese Voraussetzung sei hier unterstellt.

Setzt man den Fall, es handle sich bei der zusätzlichen Investition um eine Kapitalgütererzeugung, deren Kosten ausschließlich in Arbeitslöhnen bestehen [142]). Der Zuwachs der Investition beträgt dann gerade die Summe der dieser Art ausgezahlten Lohneinheiten und Einkommen ist zunächst lediglich um die gleiche Summe erhöht, um die Summe, die als Lohneinkommen den betreffenden Arbeitskräften zugeflossen sind. Nimmt man an, die zusätzliche Lohnsumme werde von den Einkommensbeziehern vollständig für Konsumgüter ausgegeben, dann bewirkt diese Vermehrung der konsumtiven Nachfrage um den Betrag der Investition eine Steigerung der Gesamtkonsumgütererzeugung um eben diesen Betrag [143]); auf diese Weise teilt sich

---

140) vgl. oben S. 29 ff.

141) vgl. Keynes, a. a. O. 10. Kapitel.

142) Dieser Fall wird angenommen, um die Kette der Wirkungen leichter überschauen zu können.

143) Es ist natürlich gegenüber den Sachverhalten der Wirklichkeit eine vollkommen unzulässige Annahme, vorauszusetzen, die Gesamtheit der Konsumgütererzeugung werde genau soweit ausgedehnt, als der gestiegenen Nachfrage entspricht, bzw. der zusätzliche Erlösbetrag genüge, um die Erzeugung in dem angegebenen Maße auszudehnen. Um den Fall des Keynes'schen Multiplikators exakt zu erörtern, ist jedoch diese Annahme erforderlich: wenn die Konsumgütererzeugung stärker ausgedehnt würde, als dem zusätzlichen Erlös entspricht, würde dies schon „Investition" darstellen und die Voraussetzung eines bestimmten, gegebenen Reinzuwachses der Investition wäre nicht gewahrt.

der Erlöszuwachs der eigentlichen Konsumgütererzeugung in Lohnsumme und Zahlungen an die Vor-Unternehmer (einschließlich der sonstigen, mit der Produktion entstehenden Einkommenskategorien); auf dieser Stufe der Produktion verteilt sich der Erlöszuwachs wieder in der gleichen Weise u. s. f.; auf diese Weise wird diese ursprüngliche Einkommenssumme wieder Einkommen und die Konsumgütererzeugung (gemessen nach dem Betrag der darin enthaltenen Lohneinheiten) ist um eben diesen Betrag gestiegen. Das Einkommen, das aus der zusätzlichen Investition stamme, wird derart durch konsumtive Nachfrage und Konsumgütererzeugung reproduziert; sofern das in dieser zusätzlichen Konsumgütererzeugung reproduzierte Einkommen wieder vollständig konsumtiv verausgabt wird, wird Einkommen wieder reproduziert; denkt man sich diesen Prozeß der Reproduktion dieses Einkommenszuwachses beliebig fortgesetzt, dann bleibt die Konsumgütererzeugung — ceteris paribus — immer auf dem gleichen, ursprünglich erhöhten Stand und ebenso das Einkommen. Von einer Einkommenserhöhung, die ein bestimmtes Vielfaches der Vermehrung der Investition darstellte, ist nichts zu sehen. Gemäß der Theorie des Multiplikators müßte aber in diesem angenommenen Falle, da der ganze ursprüngliche Einkommenszuwachs 100 % ig für Konsumgüter ausgegeben wird, die Grenzverbrauchsneigung also 1 ist, der Multiplikator unendlich sein, d. h. der gegebene Betrag von zusätzlicher Investition müßte einen Einkommenszuwachs ergeben, der ein unendliches Vielfaches des Betrages der zusätzlichen Investition ist: Einkommen müßte also immer weiter zunehmen. In dem vorliegenden Fall ist aber, gemäß den gewählten Voraussetzungen, Einkommen nur um den Betrag der Investition gestiegen, bzw. wenn Einkommen innerhalb eines bestimmten Zeitabschnittes erfaßt wird, um den Betrag der Investition, vervielfacht mit einer Zahl, die ausdrückt, wie oft dieser Betrag innerhalb des betrachteten Zeitabschnittes reproduziert wurde.

Sofern das aus dem Betrag der zusätzlichen Investition entstandene Einkommen nur in einer bestimmten Quote Verbrauchsgüter nachfragt, würde nur ein geringerer als der volle Betrag der zusätzlichen Investitionseinkommen reproduziert und die Konsumgütererzeugung nur in Höhe dieser Verbrauchsquote stimuliert; von dem derart (geringeren) reproduzierten Betrag des zusätzlichen Einkommens würde — gemäß der Annahme einer konstanten Grenzverbrauchsneigung[144]) — wieder nur eine bestimmte Quote verbraucht, also nur eine bestimmte Quote reproduziert. Mit jeder Reproduktion des Einkommens würde also der ursprüngliche Betrag des Einkommenszuwachses verringert werden, bis er — theoretisch gesehen — bis auf einen minimalen Bruchteil vollkommen verschwinden würde: Einkommen wäre dann ungefähr auf den Betrag des Ausgangsgleichgewichtes zurückgesunken.

Aus diesen höchst abstrakten Darlegungen ergibt sich, daß, wenn Keynes von einem Reinzuwachs der Investition spricht, der das Gesamteinkommen um ein bestimmtes Vielfaches des Betrages des Investitionszuwachses erhöhen soll, nicht gemeint sein kann, ein einmaliger Betrag von Investition in bestimmter Höhe werde diese multiplikative Wirkung entfalten. Es kann

144) Die Ableitung des Multiplikators stützt sich ja auf eine gegebene Grenzverbrauchsneigung, bzw. der Multiplikator ist nur eine mathematische Umformung der Grenzverbrauchsneigung; vgl. oben S. 34 ff.

nicht gesagt werden, eine zusätzliche Investition, die z. B. in einer Straße besteht und einen Wert von einer bestimmten Anzahl von Lohneinheiten hat, vermehre an sich das Gesamteinkommen um ein (aus der Grenzverbrauchsneigung zu errechnendes) bestimmtes Vielfaches dieses Betrages der Investition.

Zu einer Einkommensvermehrung, die ein Vielfaches des Betrages der zusätzlichen Investition darstellt, kann man offenbar nur gelangen, wenn man sich die Sachlage schematisch etwa folgendermaßen vorstellt: auf ein unterbeschäftigtes Gleichgewicht zwischen Verbrauchsneigung und Investition trifft eine zusätzliche Investitionserzeugung, die zunächst in der Summe der mit Beginn der Investitionsvornahme ausgezahlten Lohneinheiten besteht (es handle sich wieder um eine Investition, deren Wert und Kosten sich in Lohnkosten erschöpft). In der Höhe der Grenzverbrauchsneigung wird aus diesem zusätzlichen Einkommen verbraucht, Konsumgütererzeugung entsprechend ausgedehnt; insoweit wird dieser Betrag von zusätzlichem Einkommen reproduziert; gleichzeitig entsteht wieder neues Einkommen aus der zusätzlichen Investition, d. h. aus der zweiten Lohnausschüttung dieser zusätzlichen Investitionsvornahme. Aus dem Betrag des in der Konsumerzeugung reproduzierten zusätzlichen Einkommens und dem Betrag des neuen zusätzlichen Einkommens aus Investition wird gemäß der Grenzverbrauchsneigung verbraucht; die Konsumgütererzeugung wird entsprechend dieser vermehrten Nachfrage wieder ausgedehnt. Von dem aus der erhöhten Konsumgütererzeugung entstehenden Mehr-Einkommen und dem neuen, wieder aus der Investition entstehenden Einkommen, wird wieder entsprechend der Grenzverbrauchsneigung verbraucht und dieser absolut gestiegene Verbrauch dehnt die Verbrauchsgütererzeugung wieder aus usw., usw. Wenn das zusätzliche Einkommen aus der (progressiv ausgedehnten) Konsumgütererzeugung und aus der Investition einen derartigen Betrag ergibt, daß von diesem, gemäß der Grenzverbrauchsneigung gerade soviel verbraucht wird, als aus der (zusätzlichen) Konsumgütererzeugung Einkommen entstand, also gerade soviel als der Wert dieser (zusätzlichen) Konsumgüterproduktion in Lohneinheiten beträgt, tritt keine weitere Ausdehnung der Konsumgüterproduktion ein: das Einkommen hat seinen Gleichgewichtsstand erreicht, bei dem gerade soviel (zusätzlich) gespart wird, als die (zusätzliche) Investition beträgt: der Gesamteinkommenszuwachs beträgt $I.k$ (wobei I nicht den Gesamtwert der Investition bedeutet, sondern den Betrag an Lohneinheiten, der jeweils in einer Lohnperiode ausgezahlt wurde [145]).

Wäre die Grenzverbrauchsneigung immer gleich 1, dann würde — abstrakt-theoretisch gesehen — niemals ein Gleichgewicht zwischen Konsumnachfrage und Konsumgütererzeugung eintreten: denn stets würde der ganze Betrag, der aus der zusätzlichen Konsumgütererzeugung entsteht, und der

145) Eine exakte Analyse der Keynes'schen Theorie des Multiplikators würde erfordern, daß auf einzelne abgegrenzte Einkommensperioden abgestellt würde: der Einkommensbegriff Robertsons und Haberlers (vgl. oben S. 17 ff.) wäre geeigneter, die Kette der Wirkungen, die von einer zusätzlichen Investition ausgeht, die Steigerung der Konsumnachfrage, die dadurch verursachte Erhöhung der Konsumgüterproduktion, die nochmalige Steigerung der Konsumnachfrage und der Konsumgütererzeugung usw. usw., zu verfolgen. Die obigen Ausführungen darüber, wie der Prozeß einer Ausdehnung des Gesamteinkommens, die ein Vielfaches des, den Prozeß auslösenden Investitionszuwachses sein soll, vorzustellen sei, argumentierten an Hand einer gedanklichen Zerlegung in Lohnauszahlungsperioden.

ganze Betrag von Einkommen, der aus der zusätzlichen „Investition“ entsteht, Konsumgüter nachfragen: die Konsumgüternachfrage in Lohneinheiten gemessen, wäre stets um den Betrag der „zusätzlichen“ Investition größer, als die laufende Konsumgütererzeugung in Lohneinheiten gemessen: ein Ruhepunkt würde derart nicht erreicht [146]).

Bezüglich der Frage der Uebereinstimmung von Investition und Ersparnis geht aus dem Obigen folgendes hervor: eine Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals, die — gemäß einer irgendwie gearteten Elastizität des Umfanges der für Investition verfügbaren Mittel — zu einer Erhöhung des Gesamtbetrages der Investition führt, wird erst nach und nach das Gesamteinkommen um den, durch den Multiplikator angezeigten Betrag erhöhen können. Gemäß der Keynes'schen Theorie des Multiplikators soll ja die entsprechende vervielfachte Ausdehnung der Konsumgütererzeugung veranlaßt sein dadurch, daß eine vermehrte Nachfrage nach Konsumgütern auftritt, und nicht etwa dadurch, daß die Konsumunternehmer spontan, in der Erwartung einer zukünftig steigenden Verbrauchsnachfrage, von sich aus, das Volumen ihrer Produktion ausdehnen. Bis aber aus einer bestimmten ursprünglichen Ausdehnung der Investition eine Konsumnachfrage resultiert, die ein bestimmtes Vielfaches des Betrages der ursprünglichen Investitionsvermehrung ist [147]), muß notwendig Zeit vergehen: dazwischen liegt die sukzessive Ausdehnung der Konsumgütererzeugung, die ja — voraussetzungsgemäß — immer nur eine Reaktion auf die gestiegene konsumtive Nachfrage darstellt. Einkommen ist also nicht auf einen Schlag und sofort um den angegebenen Betrag erhöht und damit auch nicht die Ersparnis.

Keynes räumt zwar bei der Erörterung der Theorie des Multiplikators ein, es müsse ein sog. Time-Lag in Rechnung gestellt werden, für den Fall, daß irgendwelche produktionstechnische Hindernisse einer sofortigen Anpassung der Konsumgütererzeugung an den Stand der konsumtiven Nachfrage im Wege stehen [148]); jedoch muß ein Time-Lag auch bei reibungsloser Anpassung des Produktionsvolumens an die vermehrte konsumtive Nachfrage angenommen werden: einfach aus dem Grunde, weil jede Produktion Zeit erfordert: jede Produktion ist ein Vorgang in der Zeit. D. H. Robertson rügt die unzulässige Außerachtlassung dieses Zeitintervalles zwischen Ausdehnung der Investition und Erreichung eines entsprechend vervielfachten Gesamteinkommenszuwachses folgendermaßen: „.... suppose there are no such obstacles [149]) ...... and expansion takes place smoothly ..... Even so the process occurs in a world in which time must be regarded as real: and I find it hard to see how, *while income is expanding* [150]), it can at all moments be an identical multiple of a given rate of investment“ [151]).

146) Wann die Einkommens- und Produktionsausdehnung an die reale Grenze der äußersten Ausnützung der gesamtwirtschaftlichen Kapazität vorstößt, interessiert in dem Zusammenhang einer rein abstrakten Analyse des „Multiplikators“ nicht.

147) Wenn das Gesamteinkommen, die gesamte Produktion um $\Delta I \cdot k$ vermehrt sein soll, muß die gesamte Konsumgütererzeugung um $\Delta I \cdot (k-1)$ vermehrt sein.

148) Keynes, a. a. O. S. 104—106.

149) D. H. Robertson nimmt hier Bezug auf die Art der Widerstände, bzw. Zeitverzögerungen, denen Keynes Rechnung trägt.

150) Kursiv bei D. H. Robertson!

151) D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory; S. 174 (oben).

Erst nach einem Zeitintervall ist die Ersparnis gleich der Investition, erst nach einem Zeitintervall wird genau so viel Kapital aus Ersparnissen angeboten, als gemäß der Nachfragekurve des Kapitals nachgefragt wird. Die Ersparnis könnte nur dann als eine Folge der zusätzlichen Investition sofort um die gleiche Summe vermehrt sein, wenn das aus der Investition entstehende zusätzliche Einkommen sofort von den ersten Einkommensbeziehern gespart und nicht konsumtiv verausgabt würde: dies ist aber gerade der Fall, der, nach Keynes, nicht angenommen werden darf; denn in diesem Fall würde ja eine vervielfachte Einkommensvermehrung, deren Folge erst die mit der zusätzlichen Investition übereinstimmende zusätzliche Ersparnis sein soll, nicht eintreten[152]). Das Postulat einer sofortigen Uebereinstimmung zwischen zusätzlicher Investition und zusätzlicher Ersparnis kann auch nicht dadurch gerettet werden, daß man argumentiert — wie es ein Autor, der die Gedankengänge Keynes' interpretiert[153]), tut — die zusätzlichen Erlöse der Konsumunternehmer repräsentierten die zusätzliche Ersparnis: diese „Ersparnis" stehe der investitiven Kapitalnachfrage der Unternehmer gegenüber und die Heranziehung dieser zusätzlichen Erlöse seitens der Unternehmer, bei denen sie anfallen, zur „Selbstfinanzierung" stelle uno actu Kapitalangebot und Kapitalnachfrage dar, bringe „gleiche Mengen von Angebot und Nachfrage zum Verschwinden"[154]), so daß also eben durch diese zusätzlichen Erlöse Kapitalnachfrage befriedigt werde. Diese Konstruktion ist unzulässig: wenn Keynes feststellt, die Vermehrung der Investition verursache eine Vermehrung der Konsumgütererzeugung, kann nicht eben die Vermehrung der Konsumgütererzeugung als „Investition", bzw. als Kapitalnachfrage gerechnet werden. Und Keynes stellt ja ausdrücklich ab auf die Beträge, die das Publikum gemäß der Grenzverbrauchsneigung sparen *will*[155]).

Die Uebereinstimmung von Ersparnis und Investition erscheint mithin doch eher als eine „Bedingungsgleichung", als eine „Identitätsgleichung"[156]) — die Uebereinstimmung der beiden Größen ist Bedingung des Gleichgewichts, d. h. Bedingung, daß Einkommen weder steigt noch fällt: sofern diese Bedingung nicht erfüllt ist, tendiert das System der „freien Verkehrswirtschaft" auf einen derartigen Gleichgewichtszustand, der an sich niemals erreicht zu werden braucht.

152) In diesem Falle wäre die Grenzverbrauchsneigung Null, der Multiplikator 1, d. h. Einkommen würde nur um den Betrag der ursprünglichen Investition selbst vermehrt, eine Ausdehnung der Konsumgütererzeugung würde nicht eintreten.

153) C. Föhl in: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf.

154) C. Föhl, a. a. O. S. 288 ff.

155) Vergleiche die folgende Feststellung D. H. Robertsons, in der D. H. Robertson die — richtige — Ansicht ausspricht, die Ersparnis könne nur dann (als Folge einer zusätzlichen Investition) als sofort mit dieser zusätzlichen Investition übereinstimmend erachtet werden, wenn „Ersparnis" eben einen anderen Begriffsinhalt hat, als diesem Terminus sonst zukommt (vgl. dazu: oben S. 17 ff.): „If I borrow L 1000 and invest it in building a house, the L 1000 is regarded by Mr. Keynes as being instantaneously and automatically saved by those into whose hands it passes; but it is not pretended that it is instantaneously and automatically offered upon the loan market. Nor it is necessarily so offered when the cake, having been handed round, begins to be cut and baked." (D. H. Robertson in: Alternative Theories of the Rate of Interest; S. 430.)

156) vgl. oben S. 17 ff.

Auch wenn Einkommen, wie es ja gemäß dem Keynes'schen Einkommensbegriff geschehen muß[157]) — erfaßt wird als die Summe sämtlicher innerhalb eines beliebigen Zeitraumes entstandener Einkommen, und mithin Ersparnis als die Summe sämtlicher in diesem Zeitabschnitt getätigter individueller Ersparnisse, Investition als die Gesamtheit aller, in diesem Zeitabschnitt vorgenommenen Investitionen, bleibt während des Zeitraumes, den die Einspielung des Gleichgewichtes erfordert, eine Divergenz zwischen den Summen, die gespart werden und den Summen, die investiert wurden. Wenn die Gleichheit von Ersparnis, das heißt, den Summen, die das Publikum in seiner Gesamtheit sparen will, und Investition, das heißt, den Summen, die für die Erstellung neuen, zusätzlichen Realkapitals ausgegeben werden, im Gleichgewicht gelten soll — und Keynes spricht ja in diesen Zusammenhängen stets von einem Gleichgewicht[158]) — kann sie nicht gelten für die Zeiträume zwischen den Gleichgewichtslagen; es sei denn, Ersparnis hat nicht den ausschließlichen Sinn des Ueberschusses des Geldeinkommens für die Geldausgabe für den Verbrauch.

Es ist also unsinnig zu sagen, eine Steigerung der Kapitalnachfrage lasse den Zinsfuß deshalb unberührt, weil die Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals eine Veränderung der Angebotskurve induziert, in dem Maße, daß der Schnittpunkt der beiden Kurven der gleiche bleibt. Der Zinsfuß steigt anfänglich nur deshalb nicht, weil mehr Mittel für die Zwecke der Investition zur Verfügung stehen, als der laufenden Ersparnis entsprochen hätte, und nicht deshalb, weil Investition, und als Folge davon Einkommen und Ersparnis, vermehrt ist. Denn die Erhöhung des Einkommens- und Ersparnisvolumens ist erst eine Folge der Erhöhung der Investition; die Ersparnis, die erst eine Folge der durchgeführten Investitionssteigerung ist, kann nicht schon zur Finanzierung dieser Investition zur Verfügung stehen. Unterstellt man für den Beginn der zusätzlichen Investition ein über die Ersparnis vermehrtes Volumen der investierbaren Mittel, dann müßte trotzdem die erhöhte Kapitalnachfrage innerhalb des Zeitraumes, der bis zur Erreichung des Gleichgewichtes verstreicht, zu einer Zinssteigerung führen können, sofern nicht wieder angenommen wird, es stünden für die Zwecke der Investition mehr Mittel zur Verfügung als die Ersparnis[159]).

Aus der Erkenntnis, daß notwendigerweise ein Zeitintervall eingeräumt werden muß, zwischen Vermehrung der Investition und der entsprechend vervielfachten Vermehrung des Gesamteinkommens und damit der Anpassung der Höhe der Ersparnis an die Investition, folgt weiter: wenn die Sparkurve erst nach einem bestimmten Zeitraum eine derartige Lage einnimmt, daß genau so viel als Ersparnis angeboten wird, als Kapital nachgefragt wird, ist nicht sicher und nicht notwendig, daß die Kapitalnachfragekurve während dieses Zeitraumes in ihrer ursprünglich veränderten

157) vgl. ebenfalls oben.

158) vgl. z. B. den oben (S. 35) angeführten Satz aus der Allgemeinen Theorie: „Den Hang zum Verbrauch und die Rate der Neuinvestition gegeben, wird es somit nur ein Niveau der Beschäftigung geben, das mit dem G l e i c h g e w i c h t s z u s t a n d vereinbar ist . . ."

159) Es müßte vielleicht noch einmal ein Zeitintervall eingeräumt werden zwischen Bildung der Ersparnis aus dem laufenden Einkommen und Angebot dieser Ersparnis auf dem Markt für Leihkapital, sodaß trotzdem gespart und mehr gespart wird, noch nicht mehr Ersparnis angeboten wird.

Lage verharrt: die Aussage, die Veränderung der Nachfragekurve werde eine Veränderung der Angebotskurve auslösen, derart, daß beide sich wieder im gleichen Punkte schneiden müßten, argumentiert mit einem präsumtiven Gleichbleiben dieser veränderten Nachfragekurve. Es bestehen sogar hinreichende Gründe anzunehmen, daß, während Einkommen als eine Folge des vermehrten Gesamtbetrages der Investitionen sich ausdehnt, die Nachfragekurve sich noch einmal in der gleichen Richtung verändert: wenn die Nachfragekurve des Kapitals bzw. die „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals" von Keynes, im Gegensatz zu früheren Feststellungen, „in Kategorien der *Erwartung* [160]) von Erträgnis" [161]) definiert wird, muß eingeräumt werden, daß der durch die Vermehrung des Gesamtbetrages der Investitionen verursachte Uebergang von einem unterbeschäftigten Gleichgewicht zu einem höher beschäftigten Gleichgewicht mit einer optimistischeren Abschätzung der Rentabilität der Investitionen seitens der Unternehmer, mit einer Steigerung der Investitionsinitiative, mit einer Verringerung des Risikofaktors der Investitionsprojekte verbunden ist. Zudem wird in manchen Fällen eine entsprechend der Erhöhung der konsumtiven Nachfrage erforderliche Ausdehnung der Konsumgüterproduktion nicht ohne „Investition", bzw. Kapitalnachfrage möglich sein: das Volumen der laufenden Konsumgütererzeugung wird stärker ausgedehnt werden, als der gestiegenen Konsumnachfrage entsprochen hätte; die Produktionssteigerung kann eine Erhöhung des Realkapitalbestandes erforderlich machen usw.

Diesen Einwand erhebt D. H. Robertson: „. . . the enhanced expenditure on consumption goods will normally afford a stimulus to increased investment" [162]). Ebenso J. R. Hicks: „Surely there is every reason to suppose that an increase in the demand for consumers' goods, arising from an increase in employment, will often directly stimulate an increase in investment, at least as soon as an expectation develops that the increased demand will continue . . . . . If Income rises, the . . . . . supply curve of savings at that given Income . . . . . will move to the right: probably the marginal efficiency of capital will move to the right too" [163]). Es könnte gesagt werden, daß, genau wie die Angebotskurve des Kapitals, auch die Nachfragekurve des Kapitals in gewisser Hinsicht eine Funktion des Einkommens ist. Wenn die klassische Zinstheorie — wie Keynes ihr zum Vorwurf macht — vernachlässigt, daß Ersparnis eine Funktion des Einkommens ist, daß Investition, die das Einkommen vermehrt, auch die Ersparnis vermehrt, hat sie gleichermaßen vernachlässigt — was Keynes nicht hervorhebt — daß die Nachfragekurve des Kapitals eine Funktion des Einkommens ist, daß die Kapitalnachfrage ceteris paribus umso größer ist, je höher der Stand des Einkommens [164]). Wenn aber eingeräumt wird, die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in einer unterbeschäftigten Wirtschaft werde, wenn und während Einkommen steigt, nicht nur

160) Kursiv bei Keynes!

161) Keynes, a. a. O. 11. Kapitel, S. 114 (letzter Absatz) et passim.

162) D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory; S. 174.

163) J. R. Hicks: Mr. Keynes and the "Classics". A suggested Interpretation, in: Econometrica, Vol. V, No. 2, S. 147—159; S. 156 (vorletzter Absatz).

164) In der Tatsache, daß, während Einkommen und Gesamtproduktion steigt, die Kapitalnachfrage, bzw. die Rentabilität der Investitionen unmöglich die gleiche bleibt, dürfte vielleicht der Hauptmangel der Theorie des Multiplikators gelegen sein: wenn der Multiplikator dazu dienen soll, eine Diagnose, bzw. Prognose zu stellen, über die Auswirkung zusätzlicher öffentlicher Investitionen auf das Gesamteinkommen und die Gesamtbeschäftigung, ist er ziemlich wertlos:

das Sparangebot erhöhen, sondern, als eine Folge des erhöhten Einkommens, noch einmal die Kapitalnachfrage, könnte man doch zu dem klassischen Resultat gelangen, die Steigerung der Grenzproduktivität werde den Zinsfuß zu steigern neigen: die zinssenkende Tendenz der durch die Erhöhung des Einkommens gestiegenen Ersparnis könnte aufgehoben werden durch die zinssteigernde Tendenz der, als eine Folge des steigenden Einkommens, noch einmal gestiegenen Kapitalnachfrage, so daß lediglich der zinssteigernde Einfluß der primären Veränderung der Kapitalnachfragekurve übrig bliebe. Wenn beide Zinsbestimmenden in gewisser Hinsicht Funktionen des Einkommensstandes sein können, könnte, wenn die primäre Veränderung einer der beiden Kurven erörtert wird, die Abhängigkeit beider Kurven von dem Stand des Einkommens vernachlässigt werden.

Die Tatsache, daß Einkommen (unter bestimmten Voraussetzungen) von Investition und damit Ersparnis von Investition abhängt, wäre mithin nicht geeignet, die klassische Theorie grundsätzlich zu entkräften, da auch die „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals" von Investition und Einkommen abhängt.

Was über die Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition für den Fall einer primären Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals ausgesagt wurde, gilt entsprechend für den Fall einer primären Veränderung der Sparneigung, bzw. der Verbrauchsneigung. Wenn Keynes sagt, eine Verminderung der Verbrauchsneigung bei gleichbleibender Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, bzw. gleichbleibender Gesamtinvestition, werde das Einkommen vermindern, bis „die abnehmende Fähigkeit zu sparen, den ... höheren Antrieb zu sparen, genügend aufgehoben hat" [165]), so ist diese Uebereinstimmung von Ersparnis und Investition doch Kennzeichen eines Gleichgewichtszustandes. Es ist nicht so, wie Lerner interpretiert, daß, wenn einzelne m e h r zu sparen beschließen, andere „um so viel weniger gespart" haben, wie die ersteren „mehr gespart haben, so daß die gesamte Sparsumme dieselbe geblieben ist und nach wie vor dem unveränderten I entspricht" [166]). Die Vermehrung der Ersparnisse einzelner Wirtschaftssubjekte, z. B. der Konsumenten, bewirkt nicht sofort eine entsprechende Verminderung der Ersparnisse bei denen, die Konsumgüter verkaufen, sondern nur eben eine geringere Verminderung der Ersparnisse dieser Wirtschaftssubjekte [167]).

Daß ein Ausfall an wirksamer Nachfrage, damit eine Senkung des Gesamteinkommens, eintritt, ist eben die Folge, daß gespart und nicht in der entsprechenden Höhe investiert wurde, d. h., daß Ersparnisse gebildet wurden, die nicht dem Kreislauf der produktiven Wirtschaft zugeflossen sind. Wenn die Geldverfassung derart wäre, daß nur stückliches Geld zirkuliert, und dieses auch nicht im Wege des Kreditgeschäftes emittiert würde, müßte

---

denn es wird unterstellt, daß die gesamte Investition nur um die Summe der zusätzlichen öffentlichen Investitionen vermehrt ist, und gerade d i e beabsichtigte Wirkung zusätzlicher öffentlicher Investitionen ist, bzw. soll sein, die private Wirtschaft zur Investitionsvornahme anzuspornen: eine Aussage, die diesen Faktor vernachlässigt, kann keine Aussage über die empirische Wirklichkeit darstellen.

165) Keynes, a. a. O. S. 95 (letzter Absatz).

166) A. P. Lerner, a. a. O. S. 1109.

167) Denn es ist ja nicht der ganze Erlösausfall der Konsumunternehmer ein Ausfall an ihrem persönlichen Einkommen.

sich dieser Prozeß als eine Hortung von Geldbeständen dokumentieren, d. h. Geldeinheiten würden für einen längeren Zeitraum, als dies vorher der Fall war, dem produktiven Wirtschaftskreislauf entzogen. D. H. Robertson glaubt, die These Keynes', vermehrte Einzelersparnis könne die Gesamtersparnis nicht vermehren, beruhe auf der gleichen Argumentation, die Keynes schon im Treatise angestellt habe: „Mr. Keynes' argument in this passage seems to be a repetition in disguise of his old argument that increased saving which is not in itself hoarding is necessarily balanced by the sale of securities on the part of entrepreneurs who are making losses but are determined not to restrict the amount or change the character of their output" [168] [169]). Aber die endgültigen Verluste der Konsumunternehmer, denen kein Erlöszuwachs der Produktionsmittelunternehmer, keine Zunahme der Investitionsgütererzeugung gegenüberstehen, sind eine Folge davon, daß gespart und nicht investiert wurde und selbst wenn die vermehrte individuelle Ersparnis einzelner von den Verlust leidenden Konsumunternehmern als Kredit aufgenommen werden sollte, besteht eben trotzdem für einen geringen Zeitraum ein Sparen und Nicht-Investieren [170]).

Wenn innerhalb eines bestimmten Zeitabschnittes die Summe aller individuellen geldlichen Ersparnisse und die Summe aller Investitionen exakt erfaßt würde, müßte eine Divergenz zwischen Ersparnis und Investition bestehen, die erst im Gleichgewicht verschwinden würde.

Wie in dem Fall einer primären Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals, müßte auch in diesem Fall einer primären Veränderung der Sparneigung angenommen werden, daß, wenn Einkommen infolge des vermehrten Spartriebes sinkt, die Nachfragekurve des Kapitals gleichermaßen sinkt, das Volumen der Investition also nicht das Gleiche bliebe.

4. Würdigung der kritischen Grundgedanken Keynes'.

Keynes' Gegenbeweis gegen die klassische Theorie des Zinsfußes konnte nicht als schlüssig angesehen werden: einmal weil die Keynes'sche These, Kapitalnachfragekurve und Kapitalangebotskurve könnten den Zinsfuß nicht bestimmen, da die Kapitalnachfrage den Umfang des Kapitalangebotes bestimme, eine petitio principii darstellt, zum anderen, weil eine notwendige und ständige Uebereinstimmung zwischen Investition und (geldlicher) Ersparnis nicht anerkannt werden kann.

Wenn über Keynes' ausdrücklichen Gegenbeweis gegen die klassische Zinstheorie dieses Urteil gefällt wird, hindert dies nicht, anzuerkennen,

168) D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment; S. 187.

169) D. H. Robertson nimmt hier Bezug auf die Ausführungen Keynes' in dem berühmten Bananen-Beispiel, deren Quintessenz Keynes in den Satz zusammenfaßt: „Die Ersparnisse der Konsumenten werden dazu benötigt werden, entweder direkt oder durch Vermittlung der Banken, die Verluste der Unternehmer auszugleichen." (Vom Gelde, S. 143—145 [S. 145]).

170) Der wichtige Satz seiner positiven, neuen Zinstheorie, die verstärkte Neigung, zu horten, d. h. zu sparen und nicht anzulegen, könne die tatsächliche Menge der Hortbeträge nicht steigern (vgl. dazu den II. Teil dieser Arbeit), erscheint als ein Komplement zu dieser Aussage, die vermehrte individuelle Ersparnis könne die gesamtheitliche Ersparnis nicht vermehren. Wenn aber (wie sich im II. Teil ergeben wird) die Verminderung des Einkommens dennoch die Hortmenge vermehrt, folgt daraus, daß die vermehrte Sparneigung doch die gesamte Sparsumme vermehrt.

daß in den Keynes'schen Argumentationen Gedankengänge enthalten sind, die geeignet sind, die klassische Anschauung über die Bedeutung des Zinsfußes und des Sparens für die tatsächliche Wirtschaft in einiger Hinsicht zu entkräften.

Keynes ist durchaus berechtigt, die klassische Zinstheorie abzulehnen, wenn und soweit die Aussage, der Zinsfuß werde bestimmt durch die Kurven von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage, zu der Schlußfolgerung ausgebaut wurde, infolge dieser Funktion des Zinses, Kapitalangebot und Kapitalnachfrage auszugleichen, fänden alle, aus dem Einkommen ersparten und vom einzelnen Sparer aus nicht in den Strumpf gesteckten Geldsummen ihren Weg in die produktive Wirtschaft: zusätzliche Ersparnis könne niemals zu einem endgültigen Nachfrageausfall führen, da, was nicht für Konsumgüter ausgegeben werde, für Produktivgüter ausgegeben werde.

Keynes hat durchaus recht mit der Anschauung, eine allgemeine Schrumpfung des gesamtheitlichen Einkommens, als Kennzeichen einer konjunkturellen oder außerkonjunkturellen Depression, müsse die Folge einer Divergenz zwischen Investition und Sparneigung sein: denn soweit Einkommen konsumtiv verausgabt wird, wird es in dieser Höhe reproduziert.

Keynes hat wohl recht, wenn er daraus den Schluß zieht, der Zinsfuß erfülle nicht die Funktion, die Entscheidungen zu investieren den Entscheidungen zu sparen anzupassen.

Jedoch muß die Aussage, der Zinsfuß bestimme sich grundsätzlich nach Kapitalangebot und Kapitalnachfrage, nicht notwendig verbunden sein mit der weiteren Aussage, der Zinsfuß funktioniere derart optimal in der tatsächlichen Wirtschaft. Man kann der Ansicht sein, Kapitalangebot und Kapitalnachfrage seien grundsätzlich die Bestimmenden des Zinsfußes, und gleichzeitig der Ansicht, der Zinsfuß müsse nicht immer Gleichgewicht herstellen zwischen den Entscheidungen zu sparen und den Entscheidungen zu investieren [171]) [172]).

171) Die Anschauung, der Zinsfuß müsse die Entscheidungen zu investieren, den Entscheidungen zu sparen anpassen und damit bewirken, daß Geldmittel, die nicht für Konsumgüter ausgegeben werden, für die Erstellung von Produktivgütern ausgegeben werden, kritisiert Keynes als das sog. „Saysche Theorem" der Aequivalenz von Angebot und Nachfrage, demgemäß jedes Angebot von Gütern von selbst eine entsprechende Nachfrage schaffe und jede einzelne Verbrauchsenthaltung gleichbedeutend sei mit einer Verwendung der freigesetzten Arbeitskräfte und Stoffe für die zusätzliche Kapitalgütererzeugung (vgl. Allgemeine Theorie, S. 15--21; und weiter: Keynes, The General Theory of Employment; S. 222/223).

172) Das Saysche Theorem der Aequivalenz von Angebot und Nachfrage wurde von einem grundsätzlich anderen Gesichtspunkt aus abgelehnt von O. Zwiedineck-Südenhorst (Die Arbeitslosigkeit und das Gesetz der zeitlichen Einkommensfolge, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 34, H. 2, S. 361—386): für den Absatz der Güter, für deren Erstellung heute Arbeit aufgewendet werde, sei nicht dieses heutige Geldeinkommen maßgebend, sondern das Geldeinkommen späterer Produktionsperioden: denn infolge der langen Produktionsdauer der kapitalistischen Erzeugungsweise sei die Masse der Lohneinkommen nicht (oder vorwiegend nicht) beteiligt an dem Absatz der Güter, bei deren Erstellung diese Lohneinkommen entstanden sind: je höher das Einkommen und die Produktion von morgen sei, um so sicherer sei der Absatz der heute und in vergangenen Produktionsphasen erzeugten Güter. Z. kommt, an Hand dieser Argumentation, zu dem Resultat: Sparen und Realkapitalbildung bewirke eine Ausweitung der Produktion und verbessere damit die Absatzchancen der in früheren Zeiten erzeugten Güter — eine Lösung, die der Keynes'schen gerade entgegengesetzt ist.

Die Argumentation Zwiedinecks ist nicht geeignet, die grundlegende Feststellung Keynes' zu entkräften, nämlich: wenn zu einem gegebenen Zeitpunkt ein gegebenes Einkommen besteht, in einem späteren Zeitpunkt ein geringeres, dann kann die Ursache dieser (angenommenermaßen rein wirtschaftlich bedingten) Einkommensminderung beim Problem der unzureichenden, d. h. gegenüber der Ersparnis unzureichenden Investition liegen.

Schon oben wurde erwähnt[173]), daß z. B. K. Diehl grundsätzlich auf dem Standpunkt steht, der Zinsfuß werde bestimmt durch die Kräfte von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage, aber einräumt, in bestimmten, politisch und wirtschaftlich anormalen Zeiten seien diese marktmäßigen Kräfte in ihrer Wirkung auf den Marktzinsfuß suspendiert, da eine allgemeine Risikoprämie den Zinsfuß, auch der relativ sichersten Anlagen, überhöhe[174]). Unter diesen Umständen kann der Zinsfuß nicht die Funktion erfüllen, die Entscheidungen zu investieren in optimaler Weise den Entscheidungen zu sparen anzupassen[175]).

Man kann die Anschauung vertreten, der Zinsfuß hänge von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ab, und trotzdem einräumen, daß eine plötzliche Vermehrung der Ersparnis bei grundsätzlich gleichbleibender Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals — auch ohne daß der eben erwähnte wirtschaftliche Ausnahmezustand besteht — nicht den Zinsfuß senken muß und damit ceteris paribus Einkommen mindern kann: nämlich wenn und soweit die vermehrte Ersparnis nicht als vermehrtes Sparangebot auf den Kapitalmarkt im engeren Sinn strömt, um dort festverzinsliche Werte zu kaufen, sondern die Spareinlagen der Banken vermehrt: diese vermehrte Ersparnis kann voraussetzungsgemäß den Marktplatz nicht direkt beeinflussen und die Bankrate, bzw. der Gesamtkomplex der Aktivzinssätze der Banken für Darlehen verschiedener Fälligkeiten und verschiedener Risikoklassen, ist voraussetzungsgemäß jeder Beeinflussung durch Kapitalangebot und Kapitalnachfrage entzogen. Unter der Voraussetzung, daß die Grenzproduktivität, bzw. die Kapitalnachfrage der Unternehmer für die Zwecke der Investition, gleichbleibt, könnte die Gesamtheit der Banken das vermehrte Kreditvolumen zu dem gleichbleibenden Banksatz nicht unterbringen und wäre damit gezwungen, den Ueberschuß ihrer Mittel zu einer Erhöhung ihrer Bestände festverzinslicher Effekten zu benützen: und damit könnte doch letzten Endes die vermehrte Ersparnis zu einer Senkung des Marktzinses führen. Es wäre aber zu beachten, daß zwischen Ausfall an konsumtiver Nachfrage infolge zusätzlichen Sparens und Zinssenkung durch dieses Sparen ein beträchtliches Zeitintervall liegt, so daß die schädliche Wirkung des Konsumnachfrageausfalles zeitlich *vor* der günstigen Wirkung der Zinssenkung liegt, womit eine volle Kompensation zwischen günstigen und ungünstigen Wirkungen des Ausfalles an Konsumnachfrage und vielleicht sogar der Eintritt der Zinssenkung selbst in Frage gestellt sein könnte. Aehnlicherweise wäre ein Zeitintervall zu berücksichtigen zwischen der Verminderung der Konsumnachfrage, die die zusätzliche Ersparnis darstellt, und dem Auftreten dieser zusätzlichen Ersparnis als Kapitalangebot: wenn die zusätzliche Ersparnis z. B. von den Banken vorausgeahnt würde, könnte dieses Zeitintervall überbrückt werden durch die Schaffung zusätzlicher, vorläufiger Giralkredite, womit die Bankengesamtheit Mittel frei bekäme für

173) vgl. oben S. 14, Fußnote 12.

174) vgl. das S. 16, Fußnote 26 gegebene Zitat.

175) Allerdings ist an dieser Argumentation folgendes unklar: wenn der laufende Marktzinsfuß bei Wertpapieren relativ größter Sicherheit eine hohe Risikoprämie enthält, müßte eigentlich trotzdem die Zunahme der Sparneigung bei gleichbleibender Nachfragekurve den tatsächlichen Marktsatz senken können; denn insoweit würde der reine Satz sinken und dieser reine Zins plus der gleichgebliebenen Risikoprämie müßte einen geringeren tatsächlichen Marktsatz ergeben.

zusätzliche Käufe festverzinslicher Effekten, was dann deren Zinsfuß senken würde. Soweit aber eine plötzliche und unvorhergesehene Erhöhung der Sparquote eintritt, kommt als erste Wirkung der Ausfall an Konsumnachfrage und erst zeitlich später das vermehrte Sparangebot.

Es könnte trotz dieser Tatsache das Theorem von Kapitalnachfrage und Kapitalangebot als den Bestimmungsgründen des Zinsfußes aufrechterhalten werden, indem man argumentiert, derartige Friktionserscheinungen könnten die grundsätzliche Geltung des klassischen Zinstheorems nicht beeinträchtigen, sondern lediglich die Auswirkung einer Veränderung der Kapitalangebotskurve auf den Zinsfuß verzögern. Es wäre damit aber immerhin zugegeben, daß vermehrte Ersparnis bei gleichbleibender Kapitalnachfrage nicht sofort den Marktzinsfuß senken muß: vermehrte Ersparnis hätte damit ceteris paribus Einkommen vermindert und diese Verminderung des Einkommens könnte unter Umständen verhindern, daß überhaupt noch eine Zinssenkung zustande kommt.

Keynes dürfte insoweit sachlich recht haben, daß vermehrte Ersparnis nicht notwendig (ceteris paribus) den Marktzinsfuß senken muß. Aber der Grund, weshalb vermehrte Ersparnis ceteris paribus nicht notwendig den Zinsfuß senkt, ist nicht – wie Keynes annimmt — die durch das zusätzliche Sparen hervorgerufene Einkommensminderung: diese Einkommensminderung ist vielmehr erst Folgeerscheinung davon, daß vermehrte Ersparnis den Zinsfuß nicht senken kann. Der Grund ist vielmehr, daß vermehrte Ersparnisbildung nicht gleichzusetzen ist mit vermehrtem Sparangebot und daß die klassische Kurvenanalyse, soweit sie als Angebotskurve des Kapitals schlechterdings die Ersparnis als solche behandelt, von einer unzulässigen Voraussetzung ausgeht.

Gleichermaßen dürfte Keynes' Abneigung, einen Einfluß der Grenzleistungsfähigkeit, bzw. Grenzproduktivität des Kapitals auf den Zinsfuß anzuerkennen, in gewissem Sinne berechtigt sein. Soweit eine (ceteris paribus) gestiegene Kapitalnachfrage sich mit ihren Kreditansprüchen an die Banken und das von diesen verwaltete Kreditvolumen wendet, entfällt zunächst jeder Einfluß auf den Marktzinsfuß und der Banksatz ist aus institutionellen Gründen den Gesetzen der Marktpreisbildung entzogen. Es dürfte häufig sein, daß die aus einer Erhöhung der Investitionsrentabilität resultierende Erhöhung der Kapitalnachfrage nur zum Teil zu vermehrter Inanspruchnahme des eigentlichen Kapitalmarktes führt[176]: und auch hier dürfte ein direkter Einfluß auf den Zinsfuß deswegen ziemlich ausgeschlossen sein, weil jeder Neuemission eine Prüfung der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes vorausgeht, d. h. es wird sondiert, wieviel Neuemissionen der Kapitalmarkt aufnehmen kann, ohne daß ein Steigen des Markt-

176) Daß der Kapitalmarkt im engeren Sinne, d. h. der Effektenmarkt, auf dem sich der Marktzinsfuß bildet, nicht der ausschließliche, ja nicht einmal der gebräuchliche Markt für neuen Investitionskredit ist, wird im Zusammenhang der Erörterung der Keynes'schen Zinstheorie betont von P. T. Ellsworth, a. a. O. S. 775 (et passim).

Vergleiche dazu die Feststellung C. Föhls (in: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf, S. 100; 2. Absatz), daß die Kapitalnachfrage am Effektenmarkt, soweit sie Neuemission von Schuldscheinen ist, durchaus nicht immer dem Zwecke dienen muß, Mittel für die Finanzierung einer projektierten Investition zu beschaffen, sondern gleichermaßen eine „Konsolidierung" kurz- oder mittelfristiger Bankkredite, mit denen die Investition schon durchgeführt wurde, darstellen kann; insofern handelt es sich bei dem Angebot neuer Schuldscheine gar nicht um eine Kapitalnachfrage zum Zwecke der Investition.

zinsfußes ausgelöst wird: hierin liegt ein Moment der Rationierung, das einen direkten Einfluß der Kapitalnachfrage auf den Marktzinsfuß einschränkt. Die gestiegene Grenzrentabilität wird nur einen indirekten Einfluß auf den Marktzinsfuß ausüben, derart, daß die vermehrte Inanspruchnahme des Bankkredites Banken zu einer Verminderung ihrer Bestände festverzinslicher Effekten veranlaßt oder daß Unternehmungen, die Rücklagen gebildet und in festverzinslichen Werten angelegt haben, diese auflösen zum Zwecke der Finanzierung von Investition: eine Erhöhung des Marktzinsfußes kann die Folge davon sein. Wir werden bei der Betrachtung von Keynes' positiver Zinstheorie sehen, daß Keynes annimmt, diesen Verkäufen von Effekten, die für den Marktzinsfuß bestimmend sind, kämen noch andere Bestimmungsgründe zu [177]), während die Kaufseite gleichfalls andere Bestimmungsgründe enthalten und grundsätzlich gewisse Elastizitäten aufweisen soll [178]): hierin liegt der wesentliche Grundgedanke Keynes', daß das Kapitalangebot, das der Kapitalnachfrage gegenübertritt, nicht zusammenfällt mit dem reinen Sparangebot [179]).

Ein direkter zinsbestimmender Einfluß der gestiegenen Grenzrentabilität, auf den Zinsfuß entfällt also weitgehend, nicht etwa deshalb, wie Keynes in seiner Kritik der klassischen Zinstheorie annimmt, weil die Veränderung der Nachfragekurve das Einkommen verändert und damit sofort der gestiegenen Kapitalnachfrage ein erhöhtes Kapitalangebot gegenübertritt; sondern weil zunächst einmal an dem Markt, an dem sich der Marktzinsfuß bildet, aus institutionellen Gründen nicht die Tatsachenkonstellation gegeben ist, daß die gesamte Kapitalnachfrage der Unternehmer um die verfügbaren Mittel konkurriert und damit nicht eine Preisbildung analog dem klassischen Kurvenschema erfolgen kann; zum anderen, weil — wie Keynes in seiner positiven Zinstheorie annimmt — Käufe und Verkäufe festverzinslicher Werte andere Bestimmungsgründe haben und grundsätzlich gewisse Elastizitäten der für Investition verfügbaren Mittel gegeben sind.

In der Keynes'schen Gegenargumentation zur klassischen Zinstheorie kommt weiter der richtige Gedanke zum Ausdruck, daß die Bedingungen der Realkapitalbeschaffung in der unterbeschäftigten Wirtschaft andere sind als in der vollbeschäftigten, und daß der Finanzierung zusätzlicher Investition mit zusätzlichen Mitteln unter der Voraussetzung, daß es sich um eine unterbeschäftigte Wirtschaft handelt, grundsätzlich andere Wirkungen zukommen, als die klassische Theorie angenommen hatte. A. H. Hansen formuliert den Unterschied in den Bedingungen der Realkapitalbeschaffung, je nachdem ob es sich um eine vollbeschäftigte oder um eine unterbeschäftigte Wirtschaft handelt, folgendermaßen: „. . . . If the society is at equilibrium at a point of full employment consumption and investment stand in a competitive relation to each other. If investment is increased, consumption must perforce be reduved, and vice versa. Neither investment nor consumption has any relation to the problem of employment . . . . But if the society is at equilibrium at a point of underemployment the matter is quite different. Under these circumstances consumption and investment stand not in a competitive relation, but in a complementary relation to each other" [180]). Die orthodoxe „klassische"

177) und 178) vgl. den II. Teil dieser Arbeit, insbesondere das II. Kapitel.
179) vgl. insbesondere: II. Teil, II. Kap., 4. Abschnitt, S. 106 und Fußnoten.
180) A. H. Hansen: Mr. Keynes on Underemployment Equilibrium; S. 670.

Theorie hatte tatsächlich diesen Unterschied vernachlässigt, bzw. sie hatte ihre Argumentation, die Vollbeschäftigung voraussetzt, ohne Einschränkung als allgemeingültig erachtet [181]). Dies zeigte sich in der Behandlung, die das Problem des zusätzlichen Kredites erfuhr: es wurde, z. B. von F. A. Hayek die grundsätzliche Behauptung aufgestellt, eine Vermehrung der Geldmenge, d. h. eine Vermehrung des Volumens der für Investition verfügbaren Mittel, könne wohl vorübergehend den Zinsfuß senken gegenüber seinem vorigen Stand (oder einen Zinsfuß, der sich bisher aus dem Schnittpunkt von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ergeben hatte, und der nun steigen müßte wegen einer Veränderung der Angebots- oder der Nachfrageseite, vorübergehend auf dem gleichen Niveau erhalten, das nun nicht mehr dem „natürlichen" Zinsfuß, d. h. dem Zinsfuß, der sich aus dem Schnittpunkt von Kapitalnachfrage und Sparangebot ergeben hätte, entspricht). Da aber die Geldvermehrung Lohn- und Preissteigerung auslöse und — da es sich um vollbeschäftigte Wirtschaft handelt — das Relationsverhältnis zwischen Konsumgütererzeugung und Investition, zwischen monetärem Verbrauch und monetärem Sparen nicht ändern könne, würde sich — unter der Voraussetzung, daß die Geldvermehrung nicht ad infinitum betrieben wird, — nach kurzer Zeit wieder ein Schnittpunkt von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ergeben, der einen höheren Zinsfuß anzeigt [182]).

Es ist richtig, wenn Keynes demgegenüber feststellt, daß eine derartige Argumentation nicht auf Zustände der Unterbeschäftigung übertragen werden darf, da zusätzliche Investition in diesem Fall mit einer Erhöhung des Produktionsvolumens der Konsumgüter, mit einer Erhöhung des Realeinkommens und damit mit einer Erhöhung der absoluten Ersparnis Hand in Hand geht. In der unterbeschäftigten Wirtschaft sind die Grenzen der Realkapitalbildung nicht durch das Ausmaß der derzeitigen geldlichen Ersparnisbildung abgesteckt [183]).

Keynes wiederholt damit nur Gedankengänge, die in der deutschen Literatur seit L. A. Hahn [184]) und seiner Betonung der „Reserven" an Arbeitskräften in der modernen kapitalistischen Wirtschaft, immer wieder zum Durchbruch kamen und schließlich zu dem Versuch des Aufbaues einer

---

181) vgl. dazu Keynes, Allgemeine Theorie, Vorwort zur englischen Ausgabe.

182) Diese Gedanken wurden vertreten von F. A. Hayek, L. v. Mises und anderen Vertretern der sog. „Zirkulationskredittheorie" (angeführt bei: E. Preiser: Grundzüge der Konjunkturtheorie, Tübingen, 1933; vgl. insbesondere S. 33/34).

183) Daß in der unterbeschäftigten Wirtschaft die Grenzen der Realkapitalbildung nicht durch die derzeitige monetäre Ersparnis abgesteckt sind, ist durchaus einleuchtend. Trotzdem zeigt sich bei manchen Autoren der Gegenwart ein Widerstreben, diese Tatsache anzuerkennen, z. B. kommt ein derartiges Widerstreben zum Ausdruck in der schon angeführten Kritik Ad. Webers an Keynes' Allgemeine Theorie: Weber behauptet, es sei ein verhängnisvoller Irrtum Keynes', anzunehmen, daß bei Vorhandensein von Reserven an menschlichen Arbeitskräften und an sachlichen Produktionsmitteln Realkapital einfach gebildet werden könne, durch die Kombination von menschlicher Arbeit und dem sachlich-stofflichen Substrat (Ad. Weber, a. a. O. S. 284 ff.). Ad. Weber hat insofern vielleicht recht, als, um eine erhebliche Preissteigerung der Konsumgüter zu vermeiden, Lagerbestände an Konsumgütern erforderlich sind, da auch die reibungsloseste Anpassung der Konsumgütererzeugung an die steigende Nachfrage Zeit erfordert. Aber dies ändert nichts daran, daß in der unterbeschäftigten Wirtschaft die Realkapitalbildung grundsätzlich unabhängig ist von dem Ausmaß der in Zuständen dieser Unterbeschäftigung vorhandenen geldlichen Ersparnis.

184) L. A. Hahn: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites, 3. Auflage; Tübingen, 1930.

Theorie der unterbeschäftigten Wirtschaft seitens R. Nöll v. d. Nahmer[185]) führten.

Es ist jedoch zu beachten, daß sofern der Prozeß des Ueberganges von einem unterbeschäftigten Gleichgewicht zu einem höher beschäftigten von einer primären Erhöhung der unternehmerischen Investitionsrentabilität ausgelöst wird, die Erhöhung der Kapitalnachfrage nicht deshalb den Zinsfuß unberührt läßt, weil Einkommen und Ersparnis vermehrt wird, sondern weil insoweit, als der gestiegenen Kapitalnachfrage zusätzliche Mittel zur Verfügung stehen, ein Gegenübertreten der Kurven von Sparangebot und Kapitalnachfrage ex hypothesi nicht in Frage kommt[186]).

Es muß weiter — wie schon oben angedeutet[187]) — folgendes beachtet werden: sofern in einer unterbeschäftigten Wirtschaft die Nachfragekurve des Kapitals im eigentlichen Sinne sich verschoben hat, derart, daß zu einem gegebenen Zinsfuß mehr Kapital für die Zwecke der kapitalintensiveren Ausgestaltung der Produktion nachgefragt wird, (d. h. eine Steigerung der Produktivität des Kapitals bei der Gesamtheit der Unternehmer das Bestreben auslöst, die gesamte Produktion umzugestalten, in dem Sinne, daß weniger Arbeit auf die direkte Produktion der Konsumgüter, mehr Arbeit auf die Produktion der Produktionsmittel aufgewendet werden soll), dürfte daraus ceteris paribus immer noch eine Zinssteigerung abgeleitet werden. Denn, wenn die klassische Anschauung richtig interpretiert wird, war die Meinung die, daß das Bestreben, die Investition, die Kapitalgütererzeugung auf Kosten der Konsumgütererzeugung, d. h. auf Kosten der laufenden, bereits synchronisierten[188]) Produktion auszudehnen, ceteris paribus zu einer Zinssteigerung führt. Mit dieser Anschauung ist insoweit vereinbar, daß das Bestreben, die Neuerzeugung von Kapitalgütern absolut auszudehnen, nicht notwendig zu einer Zinssteigerung führen muß. Wenn bei dem Uebergang der Wirtschaft von einem unterbeschäftigten Gleichgewicht zu einem höher beschäftigten, bzw. zum vollbeschäftigten Gleichgewicht, die absolute Ausdehnung des Volumens der Erstellung neuen Realkapitals begleitet ist von der Tendenz einer Veränderung der Proportion zwischen Konsumgüterproduktion (bzw. laufender, synchronisierter Erzeugung) und zusätzlicher Realkapitalerzeugung, ist der Hinweis darauf, daß Konsumgütererzeugung und Investition zusammen steigen, an und für sich nicht geeignet, die klassische Theorie grundsätzlich zu entkräften[189]).

185) R. Nöll v. d. Nahmer: Der volkswirtschaftliche Kreditfonds. Versuch einer Lösung des Kreditproblems. Berlin 1934.

186) vgl. oben S. 47.

187) vgl. oben S. 48/49.

188) „Synchronisierte" Produktion im Sinne J. B. Clarks, a. a. O.

189) Es müßte derart beachtet werden, daß nicht jede gestiegene Nachfrage nach Kapital seitens der Unternehmer eine Erhöhung der Grenzproduktivität des Kapitals darstellen muß, in dem Sinne, der der klassischen Analyse zugrundelag, wenn sie die Wirkungen einer Veränderung der Nachfragekurve des Kapitals erörterte.

II. Teil.

Keynes' „Allgemeine Theorie des Zinsfußes".

I. Kapitel: Die Elemente der Keynes'schen Zinstheorie.

1. Die Ersetzung der klassischen Bestimmungsgründe des Zinsfußes, Kapitalnachfrage und Kapitalangebot, durch Geldnachfrage und Geldangebot — eine Frage der Methodologie?

An den Anfang seiner eigenen Zinstheorie stellt Keynes die scharfe Trennung zwischen Grenzleistungsfähigkeit, bzw. Grenzproduktivität des Kapitals einerseits und Zinsfuß andererseits. „Wir haben . . . gezeigt, daß es zwar Kräfte gibt, die die Rate der Investition so steigen oder fallen lassen, daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals dem Zinsfuß gleichgehalten wird, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, an sich betrachtet, aber dennoch etwas anderes ist, als der geltende Zinsfuß. Man kann sagen, daß die Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals die Bedingungen beherrscht, zu denen leihbare Geldmittel für den Zweck neuer Investitionen nachgefragt werden, während der Zinsfuß die Bedingungen beherrscht, zu denen Geldmittel laufend angeboten werden" [190]).

Keynes behauptet, eine Uebereinstimmung zwischen Zinsfuß und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals käme dadurch zustande, daß eine, ursprünglich den Zinsfuß übersteigende Grenzleistungsfähigkeit solange zur Vermehrung des Volumens der Investitionen Anlaß gibt, bis die Grenzleistungsfähigkeit infolge dieser Vermehrung des Realkapitalbestandes auf den Stand des Zinsfußes herabgesunken ist; während eine ursprünglich vorhandene Divergenz zwischen Zinsfuß und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in der umgekehrten Richtung eine Einschränkung der Neuinvestitionen veranlaßt, bis die Verminderung des Realkapitalbestandes die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals auf den Stand des Zinsfußes erhöht [191]). Die Uebereinstimmung zwischen Höhe des Zinsfußes und der der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals wird also, nach der Keynes'schen Theorie, durch entsprechende Bewegungen der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals hergestellt, während der Zinsfuß grundsätzlich unberührt bleibt, da er von anderen Kräften als Kapitalangebot und Kapitalnachfrage (— Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals) bestimmt wird.

---

190) Keynes, a. a. O. S. 139 (13. Kapitel), im Original S. 165.

191) a. a. O. S. 115 (11. Kap.). Eine sachlich-inhaltliche Prüfung, inwieweit die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals tatsächlich eine Funktion des Volumens des Realkapitalbestandes sein kann, erübrigt sich in diesem Zusammenhang; vgl. darüber das IV. Kapitel.

Welches sind die Bestimmungsgründe des Zinsfußes nach der Keynes'schen Anschauung?

Wir zitieren Keynes. „Der Zinsfuß ist der ‚Preis', der das Verlangen, Vermögen in der Form von Bargeld zu halten, mit der verfügbaren Menge von Bargeld ins Gleichgewicht bringt; . . . . Wenn diese Erklärung richtig ist, ist die Geldmenge der andere Faktor, der, zusammen mit der Vorliebe für Liquidität, unter gegebenen Umständen, den tatsächlichen Zinsfuß bestimmt"[192]. „. . . . wir können richtigerweise nur vom Zinsfuß auf *Geld*[193]) reden"[194]), „denn der Zinsfuß an sich ist weiter nichts als das umgekehrte Verhältnis zwischen einer Summe Geld und dem, was für die Aufgabe des Verfügungsrechtes über das Geld im Tausch gegen ein Darlehn für einen bestimmten Zeitabschnitt erhalten werden kann"[195]).

Stellen wir in diesem Zusammenhang fest, daß die „Liquiditätsvorliebe" nicht lediglich das Verlangen, Vermögen in der Form von Bargeld zu halten, bedeutet — die oben angeführte Stelle aus der Allgemeinen Theorie scheint den Begriff der Liquiditätsvorliebe einzuschränken auf eben das Verlangen, Vermögen in der Form von Bargeld zu halten[196]), was in Widerspruch steht zu Keynes' späterer ausdrücklicher Erläuterung der einzelnen Kategorien der Liquiditätsvorliebe[197]) —, sondern darüber hinaus jeden Bedarf an Bargeld, der in der betrachteten Wirtschaft entsteht (sei es der Bedarf an Geld zum Zwecke der „Durchführung der laufenden Geschäfte"[198]), oder zum Zwecke der „Ueberbrückung des Zeitraumes zwischen dem Bezug des Einkommens und seiner Ausgabe"[199]) usw.), dann kann die Keynes'sche Zinstheorie auf die Formel gebracht werden: der Zinsfuß wird bestimmt durch Angebot und Nachfrage nach Geld, wobei Angebot an Geld die gesamte vorhandene Geldmenge bedeutet. J. R. Hicks faßt die Keynes'sche Zinstheorie in folgender Formel zusammen: „The rate of interest will be determined at that level which makes the demand for money equal to the supply"[200]).

Der gleiche Autor erachtet den derart monetären Charakter dieser Zinstheorie[201]), bzw. die Ersetzung von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage durch Geldangebot bzw. Geldnachfrage, als vornehmlich eine Frage der formalen Methodologie: „This (= bezieht sich auf die vorausgehende, eben angeführte Feststellung: The rate of interest will be determined at that level

192) Keynes, a. a. O. S. 141.
193) Kursiv bei Keynes!
194) a. a. O. S. 157, Anmerkung 1.
195) a. a. O. S. 140.
196) Vgl. Fußnote 205.
197) Vgl, das I. Kap. der Arbeit, 2.
198) a. a. O. S. 164.
199) a. a. O. S. 164.
200) J. R. Hicks, Mr. Keynes' Theory of Employment, a. a. O., S. 246.
201) Der monetäre Charakter der Keynes'schen Zinstheorie hat W. Lautenbach (in: Der Streit um J. M. Keynes' Theorie, a. a. O.) verleitet, die Behauptung aufzustellen, Keynes erfasse, wie L. A. Hahn in seiner Volkswirtschaftlichen Theorie des Bankkredites, den Zinsfuß als ein rein finanztechnisches Phänomen. Diese Interpretation ist verfehlt, da es sich bei L. A. Hahn um die Bankrate, bzw. den Gesamtkomplex der Kreditbedingungen der Banken für Darlehen verschiedener Kategorien, handelt, bei Keynes um den Marktsatz, bzw. den Kursstand der gilt-edged (vgl. L. A. Hahn: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites, S. 52 ff.). Bei L. A. Hahn finden sich, an die Allgemeine Theorie stark erinnernde Formulierungen — so bezeichnet Hahn den Bankzinsfuß als die Prämie, die die Bank für das Risiko ihres Liquiditätsverlustes fordern muß (Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites S. 102 et passim); aber Sinn und Gegenstand ist verschieden.

which makes the demand for money equal to the supply. D. V.) looks a most revolutionary doctrine: but it is not, I think, as revolutionary as it seems. For over any short period, the difference between the value of the things an individual acquires (including Money) and the vatue of the things he gives up (including Money) must, apart from gifts, equal the change in his net debt — his borrowing and lending. The same will apply to a firm. If, therefore, the demand for every commodity or factor equals the supply, and if the demand for money equals the supply of money, it follows by mere arithmetic that the demand for loans must equal the supply of loans (when these latter are interpreted in a properly inclusive way). Similarly, if the equations of supply and demand hold for commodities, factors and loans, it will follow automatically that the demand for money equals the supply of money.

The ordinary method of economic theory would be to regard each price as determined by the demand and supply equation for the corresponding commodity or factor: the rate of interest as determined by the demand and supply for loans. If we work in this way, the equation for demand and supply of money is otiose — it follows from the rest and fortunately, too, it is not wanted, because we have determined the whole price-system without it. But we could equally well work in another way. We could allot to each commodity or factor the demand and supply equation for that commodity or factor, as before: but we could allot to the rate of interest the equation for the demand and supply of money. If we do this, the equation for loans becomes otiose, automatically following from the rest. "Saving" and "Investment" are therefore automatically equal.

This latter method is the method of Mr. Keynes. It is a perfectly legitimate method, but it does not prove other methods to be wrong. The choice between them is purely a question of convenience . . . . It is a mercy (ergänze: bei der Keynes'schen Methode, D. V.) to be able to avoid the whole question of debt with its holes and corners, its perils of double counting and non-counting" [202] [203]).

Die Quinteſſenz dieſer interpretierenden Erläuterung Hicks' iſt, Keynes unterſcheide ſich lediglich dadurch von der klaſſiſchen Theorie, daß er die andere Seite des gleichen Sachverhaltes betrachte: logiſch-theoretiſch ſei es gleichermaßen möglich zu ſagen, der Zinsfuß werde beſtimmt an jenem Punkt, an dem Nachfrage nach Darlehen (bzw. allgemeiner: Schuldtiteln aller Arten) zu dieſem Zinsfuß gleich ſei dem Angebot an Schuldtiteln zu dieſem Zinsfuß, — wie andererſeits: der Zinsfuß werde beſtimmt an jenem Punkt, an dem Angebot und Nachfrage nach Geld zu dieſem Zinsfuß [204]) gleich ſind. Denn jedes Angebot an (alten oder neuen) Schuldtiteln ſei gleichzeitig eine Nachfrage nach Geld, und jede Nachfrage nach Schuldtiteln gleichzeitig ein Angebot an Geld. Keynes — ſo glaubt Hicks — habe ledig-

202) J. R. Hicks: Mr. Keynes' Theory of Employment, a. a. O. S. 246.

203) Eine ähnliche Interpretation der Keynes'ſchen Methode findet ſich bei P. N. Roſenſtein-Rodan: The Coordination of the General Theories of Money and Price, in: Economica, Vol. III (N. S.), No. 11, S. 257—281; vgl. S. 280, Anmerkung 1.

204) Man könnte zunächſt denken, einem Faktor die Funktion zuzuerkennen, die Geldnachfrage dem Geldangebot (d. h. der Geſamtgeldmenge) anzupaſſen, ſei unſinnig: denn die geſamte vorhandene Geldmenge müſſe — einfach weil ſie exiſtent iſt — von irgendwelchen Wirtſchaftsſubjekten in Händen gehalten werden — d. h. dem geſamten „Geldangebot" ſtehe ſtets eine entſprechende „Geldnachfrage" gegenüber, ſodaß es keines Faktors bedürfe, um dieſen Erfolg herbeizuführen. — Jedoch handelt es ſich, wenn dem Zinsfuß eine derartige Funktion zugeſchrieben wird, um den Ausgleich von Geldangebot und Geldnachfrage zu einem beſtimmten Zinspreis.

lich den monetären Aspekt des Sachverhaltes in Betracht gezogen und damit die zweckmäßigere Methode gewählt.

Wenn der Unterschied zwischen der klassischen Zinstheorie und der Keynes'schen lediglich ein Unterschied der Methode wäre, wie sollte es dann möglich sein, daß die Keynes'sche Theorie zu grundsätzlich anderen sachlichen Resultaten gelangt, als die klassische? Wenn die klassische Argumentation zu dem Resultat führte, vermehrtes Sparangebot, bzw. vermehrte Nachfrage nach Schuldtiteln, werde den Zinsfuß senken, so würde die monetäre Methode Keynes', wie sie Hicks kennzeichnet, an sich kein Hindernis darstellen, zu einem ähnlichen Resultat zu gelangen: vermehrtes Sparangebot, das als gesteigerte Nachfrage nach Schuldtiteln auftreten würde, wäre zu erfassen als vermehrtes Angebot an Geld, das gegen Schuldtitel umgesetzt werden kann (Geldangebot, das gegen Güter und Dienstleistungen umgesetzt wird, wäre vermindert, Geldangebot, das gegen Schuldtitel umgesetzt wird, entsprechend vermehrt) und ceteris paribus könnte nur bei einem geringeren Zinsfuß die Nachfrage nach Geld im Austausch gegen Schuldtitel dem vermehrten Angebot an Geld gleich sein. Gleichermaßen könnte an Hand der monetären Methode ein zinsbestimmender Einfluß der Kapitalnachfragekurve verfolgt werden.

Wenn Keynes ausdrücklich die Resultate der klassischen Theorie ablehnt, diese Resultate aber auch an Hand dessen, was Hicks die Keynes'sche Methode nennt, erreicht werden könnten, dann kann es offenbar nur Verwirrung stiften, die klassische Theorie und die Keynes'sche als lediglich hinsichtlich der Methode verschieden zu bezeichnen. P. Bauer hat nachgewiesen, daß der Versuch Hicks', die Kluft zwischen der klassischen und der Keynes'schen Zinstheorie zu überbrücken durch die Aussage, es handle sich lediglich um verschiedene Methoden, nicht glücklich sei, da eben zwischen der klassischen Theorie und der Keynes'schen der grundsätzliche Unterschied bestehe, daß die erste den Zinsfuß aus der Einkommensverfügung ableite, die zweite primär aus der Vermögensverfügung [205]).

Im folgenden wird auf die Bedeutung, die die klassischen Zinsbestimmenden im System der Keynes'schen Theorie haben, zurückzukommen sein [206]).

Für diesen Zusammenhang genügt es festzustellen, daß zwischen Keynes und der klassischen Theorie nicht bloß ein technisch-methodischer Unterschied, sondern auch ein inhaltlich-substantieller besteht. Nicht aus methodischen Zweckmäßigkeitserwägungen, sondern aus sachlichen Gründen stellt Keynes auf Geldangebot und Geldnachfrage ab: Keynes leitet die Geldnachfrage (und damit den Zins) wesentlich ab aus der Geneigtheit der Wirtschaftssubjekte, Bargeld in Händen zu halten — also aus der „Liquiditätsvorliebe", der gemäß für die Aufgabe der Liquidität eine Vergütung bestimmter Höhe verlangt werde. Eine „Nachfrage nach Geld" in diesem Sinne ist gegenüber dem klassischen Vorstellungskreis ein völlig neuartiges Phänomen [207]).

Wir können damit dieses Problem der „Methodologie" verlassen und uns der Erörterung des Begriffes der Liquiditätsvorliebe zuwenden.

205) P. Bauer: Die allgemeine Theorie von Keynes und ihre Kritiker, in: Zeitschrift für Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 99—106; vergl. insbesondere S. 102—103.

206) Vergleiche den vorletzten Abschnitt dieses Kapitels!

207) Vergleiche den folgenden Abschnitt!

2. Darstellung und immanente Kritik des Keynes'schen Begriffes der Liquiditätsvorliebe.

Was ist der Inhalt der Liquiditätsvorliebe, die zusammen mit der Geldmenge den Zinsfuß bestimmen soll? Keynes umschreibt den Begriff der Liquiditätsvorliebe allgemein folgendermaßen: „Der Begriff *Hortung* [208]) kann am besten als eine erste Annäherung an den Begriff der *Vorliebe für Liquidität* [208]) betrachtet werden. In der Tat, wenn wir „Hortung" durch „Hang zum Horten" ersetzen würden, käme es im Grunde auf das Gleiche heraus. Wenn wir aber unter „Hortung" eine tatsächliche Zunahme im Bestand an Bargeld verstehen, ist es eine unvollkommene Vorstellung — und ernstlich irreführend, wenn es uns veranlaßt, „Hortung" und „Nichthortung" als einfache Alternativen zu denken. Denn die Entscheidung zu horten wird nicht absolut oder ohne Rücksicht auf die Vorteile getroffen, die sich aus der Aufgabe der Liquidität ergeben; — sie ist die Folge eines Abwägens von Vorteilen und wir müssen daher wissen, was in der anderen Waagschale liegt. . . . . . . Die gewohnheitsmäßige Außerachtlassung der Beziehung des Zinsfußes zur Hortung mag teilweise erklären, warum der Zinsfuß gewöhnlich als Belohnung für die Nichtausgabe betrachtet wurde, während er in Wahrheit die Belohnung für die Nichthortung ist" [209]). Und weiter: „Die Vorliebe für Liquidität ist eine Potentialität oder funktionelle Neigung, die die Geldmenge festlegt, die die Bevölkerung bei einem gegebenen Zinsfuß halten will, so daß, wenn r der Zinsfuß, M die Geldmenge und L die Funktion der Vorliebe für Liquidität ist, wir die Gleichung $M = L(r)$ haben" [210]). Keynes' Vorstellung geht also dahin, daß der Besitz von Geld eine Annehmlichkeit darstelle, etwas Erstrebenswertes, und daß diese Annehmlichkeit der Verzinsung, die die Anlage der in Frage stehenden Geldsumme während eines bestimmten Zeitraumes bei einem bestimmten Zinsfuß, gewähre, vergleichbar gegenübergestellt werden könne.

Die Liquiditätsvorliebe oder Hortneigung setzt Keynes in enge Beziehung zum Zinsfuß: eine gegebene Hortneigung könne alternativ befriedigt werden, entweder durch faktische Hortung oder durch einen entsprechenden Zinsgenuß, der den geschätzten Annehmlichkeiten der Hortung mindestens gleichkomme. Der Zins ist ein Aequivalent für die Hortvorteile, „an inducement *not* [211]) *to hoard*", oder „a means *alternative* [211]) to . . . hoards for satisfying . . . . . liquidity preference" [212]) — wie Keynes allen denjenigen gegenüber erhärtet, die seine Theorie fälschlich dahin interpretierten, es werde darin den tatsächlichen Hortbeträgen zu großes Gewicht beigemessen [213]). Der Zinsfuß ist ein „Quid pro Quo" gegenüber der Annehmlichkeit des Hortens, wie R. F. Harrod sich ausdrückt [214]).

208) Kursiv bei Keynes a. a. O.!

209) Keynes, Allgemeine Theorie, a. a. O. S. 146.

210) a. a. O. S. 141.

211) Kursiv bei Keynes a. a. O.!

212) J. M. Keynes: The General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Econ., a. a. O. S. 210/211.

213) Keynes verwahrt sich hier ausdrücklich gegen eine kritische Einwendung J. Viners (in: Mr. Keynes on the Causes of Unemployment. A. Review, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. II, No. 1, S. 147—167), die Allgemeine Theorie habe die tatsächliche Hortung überschätzt. Eine ähnliche Verkennung des Charakters der Liquiditätsvorliebe findet sich bei Ad. Weber: Der

Bei dieser Hortneigung soll es sich um eine Kurve handeln, die verschiedene mögliche Zinssätze mit den entsprechenden, bei diesen Zinssätzen gehorteten Geldmengen in fortlaufende, ununterbrochene Beziehung setzt; Hicks interpretiert diese grundsätzliche Vorstellung dahin, daß das Individuum die Wahl habe „between holding money and lending it out — a choice that can be expressed by means of a demand curve, showing the amounts of money he will desire to hold at different rates of interest“ [215]). Unterstellen wir, daß die Entscheidung zwischen Hortung oder Anlage eines Vermögens in Frage stehe [216]) — wie auch Hicks dies hier unterstellt! Wird ein bestimmter Zinsgenuß als den Annehmlichkeiten, die aus der Hortung der fraglichen Geldsumme erwachsen sollen, mindestens gleichwertig erachtet, dann müßte nach der Keynes'schen Vorstellungsweise auf der individuellen Nachfragekurve ein Punkt erreicht sein, bei dem nichts gehortet und alles angelegt wird: dem fraglichen Zinsfuß entspräche überhaupt keine tatsächliche Hortmenge; ein geringerer als dieser Zinsfuß müßte nun eine Aufspaltung zwischen Hortung und Nichthortung ergeben, derart, daß zu dem geringeren Zinsfuß eine bestimmte Geldmenge faktisch gehortet wird; je weiter man sich entlang der Kurve zu niedrigeren Sätzen bewegt, um so größer soll die tasächliche Hortmenge werden, bis sie an einem extremen Punkt die gesamte fragliche Geldmenge umfaßt. Wenn jedoch die Annehmlichkeit der Hortung der gesamten, in Frage stehenden Geldmenge einem Zinsbezug bestimmter Höhe gleichgeachtet würde, wäre — genau genommen — nicht verständlich, warum ein geringerer erzielbarer Zinsbezug nicht zur Hortung der gesamten Vermögensmenge, sondern nur zu Hortung eines Teiles veranlassen sollte. Denn die Hortung der gesamten Geldmenge, die eine potentielle Annehmlichkeit bieten soll, die einem Zinsbezug bestimmter Höhe gleichkommt, müßte vorteilhafter sein als die Aufteilung der gesamten Geldmenge zwischen Hortung und Ausleihung zu einem niedrigeren Zinsfuß. Es sei denn, die Annehmlichkeit der Hortung wäre nicht proportional der Menge des zu hortenden Betrages (wie der Zinsbezug bei einem gegebenen Zinsfuß proportional der Menge des Kapitals ist). Die Vorstellung der Liquiditätsvorliebe als einer Kurve, die fortlaufend verschiedene Zinssätze mit entsprechenden Barbeständen verbinden soll, ist derart in der Allgemeinen Theorie allzu skizzenhaft dargelegt; Zweifelsfragen, die auftauchen, ob überhaupt Hortannehmlichkeit und Zinsbezug generell vergleichbar gegenübergestellt werden könnten und ob und inwieweit die

neue Keynes, ... a. a. O. Ad. Weber glaubt, die Tatsache, daß die faktische, z. B. unternehmerische Bargeldkassenhaltung gering sei, besage irgend etwas gegen die Keynes'sche Theorie.

214) R. F. Harrod, a. a. O. S. 78.

215) J. R. Hicks, Mr. Keynes' Theory of Employment, a. a. O. S. 246.

216) Es sei erwähnt, daß Keynes zunächst den allgemeinen Begriff der Liquiditätsvorliebe derart umreißt, als ob es sich ausschließlich um Motivationen eines Wirtschaftssubjektes, das erwägt, in welcher Form ein V e r m ö g e n — d. h. eine der konsumtiven Verwendung vorenthaltene Geldsumme — aufzubewahren sei, handle; nach Keynes' weiterer ausführlicher Darstellung jedoch handelt es sich nur bei einer bestimmten Art der „liquidity preferences“ um eine derartige Motivation.

Ueber terminologische Unstimmigkeiten zwischen der allgemeinen Formulierung des Begriffes der Liquiditätsvorliebe und späteren Erörterungen vergleiche auch folgende kritische Feststellung A. C. Pigous, a. a. O. S. 120: „At the beginning of the chapter . . . . income means real income and the demand for money the real value that people choose to hold in money form; but later on, income means money income and the demand for money some relation between the quantity of money and the rate of money interest.“

individuelle Liquiditätsvorliebe eine derartige fortlaufende Kurve bilde, sind nicht geklärt. Wenn aber der tatsächlich sich einstellende Zinsfuß abgeleitet werden soll aus dem Zusammenwirken der Gesamtgeldmenge und der ihr gegenübertretenden Nachfragekurve, bzw. Liquiditätsvorliebe, können Zweifel hinsichtlich der Existenz einer derartigen Kurve den Gesamtaufbau dieser Zinstheorie erschüttern.

Hinsichtlich aller Arten von „Kurven-Analysen" ist Vorsicht geboten; die Kurve der Liquiditätsvorliebe aber ist noch bedenklicher als z. B. die alte Nachfragekurve des Kapitals, in Analogie zu der die erstere wahrscheinlich gebildet wurde: denn es ist nicht sicher, ob nicht die Liquiditätsvorliebe, wie sie Keynes in diesem Zusammenhang definiert hat, höchst unregelmäßg verlaufen und, wenn es sich um die Entscheidung hinsichtlich der Aufbewahrung von Vermögen handelt, der Uebergang von einem höheren zu einem niedrigeren Zinsfuß jähe Zunahmen in der tatsächlichen Hortmenge anzeigen müßte.

In seiner späteren Besprechung der Keynes'schen Theorie hat J. R. Hicks eingeräumt, daß es schwierig sei, derartige Beziehungen (wie z. B. die Beziehung zwischen Hortung und Zinsfuß) in die Form einer Kurve zu bringen [217].

Ehe zu der Erörterung der einzelnen Kategorien der Liquiditätsvorliebe, bzw. ihrer Beweggründe übergegangen werden kann, ist erforderlich, zu untersuchen, was Keynes unter G e l d, auf das die Liquiditätsbevorzugung gerichtet ist, versteht. Es fällt auf, daß Keynes sich überhaupt nicht festlegt, was er unter Geld verstanden haben will: „Wir können . . . . die Grenze zwischen „Geld" und „Darlehen" an jedem Punkt ziehen, der für die Behandlung eines besonderen Problems am zweckmäßigsten ist. Zum Beispiel können wir als *Geld* [218]) jedes Verfügungsrecht über allgemeine Kaufkraft behandeln, das ihr Besitzer nicht für einen längeren Zeitabschnitt als drei Monate aufgegeben hat, und als *Darlehen* [218]), was während eines längeren Zeitabschnittes als drei Monate nicht zurückverlangt werden kann; oder wir können „drei Monate" durch einen Monat oder drei Tage oder drei Stunden oder irgend einen Zeitabschnitt ersetzen; oder wir können von *Geld* [218]) alles ausschließen, was nicht gesetzliches Zahlungsmittel an Ort und Stelle ist. In der Praxis ist es oft zweckmäßig, unter *Geld* [218]) Zeitdepositen bei Banken einzuschließen und gelegentlich sogar solche Dokumente, wie (zum Beispiel) Schatzwechsel. In der Regel werde ich, wie in meiner Abhandlung „Vom Gelde", voraussetzen, daß das Geld mit den Bankdepositen zu- und abnimmt" [219]).

Für eine Theorie, bei der die Geldmenge der zweite zinsbestimmende Faktor ist, erscheint eine derartige labile Definition ungenügend [220]).

217) J. R. Hicks: Mr. Keynes and the "Classics", a. a. O. S. 158.
218) Kursiv bei Keynes!
219) Keynes, Allgemeine Theorie, a. a. O. S. 140, Anmerkung 1.
220) Dies rügt z. B. P. T. Ellsworth (Mr. Keynes on the Rate of Interest and the Marginal Efficiency of Capital. S. 774): „Such an elastic definition of money suggests serious difficulties. If the rate of interest is fixed by the schedule of liquidity-preference of the public and the quantity of money, how is it possible to arrive at a theoretically determinate solution until "money" is rigorously defined? Must "money" be defined anew for every conceivable set of circumstances?"

Gegen das Verfahren Keynes', in den Geldbegriff Bankdepositen schlechthin einzuschließen, erheben sich Bedenken: auf Zeitdepositen (Einlagen auf Kündigung mit Kündigungsfrist) trifft das Merkmal des Geldes, auf das es ankommen muß, wenn Hortannehmlichkeit und Zinsgenuß gegenübergestellt werden — nämlich, daß es liquid sei, aber keine Zinsen bringe —, nicht zu: Zeitdepositen tragen Zinsen, sind aber nicht liquid, insofern über sie nicht jederzeit verfügt werden kann [221]). Neben diesem mehr formalen Einwand ist ein weiterer Einwand, mehr funktioneller Natur angebracht: Wenn jede Bankeinlage (also auch die Spareinlage) als „Geld" angesehen wird, erscheint sowohl der Schuldner, dem die Bank das Geld zuleitet, als auch der Gläubiger als im Besitz von Bargeld: die Geldmenge wäre damit umso größer, je mehr bei Banken gespart und eingelegt wird. Abgesehen davon, daß der Inhaber eines Bankdepositiums mit längerer Kündigungsfrist doch unmöglich als Geld hortend angesehen werden kann, könnte unter diesen Voraussetzungen überhaupt nicht mehr von einer gegebenen, nicht vom Publikum bestimmten Geldmenge die Rede sein [222]). Wenn von einer gegebenen Bargeldmenge gesprochen wird, ist der einzige vernünftige Sinn einer derartigen Aussage, daß die „Hortung" eines Teiles der Geldmenge seitens eines bestimmten Wirtschaftssubjektes den insgesamt für andere Zwecke und andere Individuen verfügbaren Umfang der Geldmenge einschränkt; d. h. einen bestimmten Teil der Geldmenge absorbiert: daß die „Hortung" von Zeitdepositen seitens des Bankgläubigers derart Geld absorbiere, kann nicht behauptet werden [223]). Es kann natürlich sein, daß Einlagen in der Bank stecken bleiben und verfehlen, dem Wirtschaftskreislauf zugeführt zu werden; aber dieser Fall ist kein notwendiger und nicht einmal ein allgemeiner.

Einen vernünftigen Sinn hat der Geldbegriff lediglich dann, wenn darunter verstanden wird Währungsgeld und bankmäßiges Giralgeld (Giral- oder Sichtdepositen, angelsächsisch: demand-deposits und bzw. oder current-accounts [224]); wenn im folgenden bei der Betrachtung der Keynes'schen Theorie von Geld schlechthin die Rede ist, wird ein derartiger Geldbegriff unterstellt werden [225]).

Zu bemerken ist in diesem Zusammenhang, daß Keynes bezüglich der Nachfrage nach Geld nicht unterscheidet, ob sich diese Nachfrage auf Währungsgeld oder die andere Geldart richtet. In anderem Zusammenhang wird auf diese Frage zurückzukommen sein [226]).

Keynes führt drei Gründe an, warum der Besitz von Geld als eine potentielle Annehmlichkeit erstrebt werde, warum es also eine Bevorzugung der Liquidität gebe: „Wir wollen . . . . uns überlegen, warum es überhaupt so etwas wie die Vorliebe für Liquidität gibt. In diesem Zusammenhang können wir mit Vorteil die alte Unterscheidung zwischen der Verwendung von Geld zur Durchführung der laufenden Ge-

221) Vergleiche dazu folgende Aussage des eben angeführten Autors, a. a. O. S. 774: „The only completely liquid asset . . . would be cash and demand deposits."

222) Wie sich später ergeben wird, legt Keynes großes Gewicht auf das Moment, daß die Geldmenge nicht vom Publikum, d. h. aus der Wirtschaft selbst heraus bestimmt wird (vgl. III. Kapitel der Arbeit, 3. Abschnitt.)

223) Ueber den Doppelsinn des Begriffes „Hortung" vgl. unten S. 80 ff.

224) vgl. Keynes, Vom Gelde, S. 29.

225) vgl. Fußnote S. 221).

226) vgl. den letzten Abschnitt dieses Kapitels!

schäfte und als Aufbewahrungsmittel von Vermögen verwenden. Hinsichtlich der ersten dieser zwei Verwendungsarten ist es offensichtlich, daß es sich bis zu einem Punkt lohnt, einen gewissen Betrag von Zinsen für die Annehmlichkeit der Liquidität zu opfern"[227]). Diesen Beweggrund für eine Nachfrage nach Bargeld nennt Keynes das „Umsatzmotiv" (im Original: transaction motive): die Nachfrage nach Geld entspringe der „Notwendigkeit von Bargeld für den laufenden persönlichen und geschäftlichen Austausch"[228]). Im weiteren Verlauf seiner Untersuchungen zerlegt Keynes das Umsatzmotiv in das „Einkommensmotiv" und das „Geschäftsmotiv" (im englischen Original: Income-motive und Business-motive): ersteres erfaßt den Bedarf an Geld für die „Ueberbrückung des Zeitraumes zwischen dem Bezug des Einkommens und seiner Ausgabe." „Die Stärke dieses Motives, eine Entscheidung zu veranlassen, eine gegebene Summe Bargeld zu halten, wird hauptsächlich vom Betrag des Einkommens und der normalen Länge des Zeitraumes zwischen seinem Bezug und seiner Ausgabe hängen. Besonders in diesem Zusammenhang ist der Begriff Einkommensumlaufgeschwindigkeit des Geldes recht eigentlich angebracht"[229]). Ueber das „Geschäftsmotiv" sagt Keynes: „Die Stärke dieser Nachfrage wird hauptsächlich vom Wert der laufenden Produktion (und folglich vom Einkommen) und von der Zahl der Hände abhängen, durch welche die Produktion geht"[230]). Das Geld dient „für die Ueberbrückung des Zeitraumes zwischen dem Zeitpunkt . . ., an dem Geschäftskosten eingegangen werden, und dem Zeitpunkt, an dem der Verkaufserlös empfangen wird"[230]). Keynes erfaßt mit diesem „Umsatzmotiv" den Sachverhalt, daß Geldsummen, die einer Wirtschaftseinheit als Erlös oder Einkommen zufließen, von dieser nicht sofort und in voller Höhe wieder ausgegeben werden, sondern eine bestimmte Ruhezeit haben, einen, größeren oder geringeren, konstanten oder variablen, Kassenbestand bilden. Beim Einkommensgeld ist die Höhe dieser Kassenbestände, bestimmt durch die Höhe und Zahl der Einkommen, die konventionellen Einkommensperioden und den Modus der Verteilung des Einkommensbetrages auf die Einkommensperiode; beim Geschäftsgeld vom Volumen der Gesamtproduktion, der unternehmungsmäßigen Differentiation und den Zahlungssitten und -gewohnheiten. Als ausschlaggebenden und zu größeren Veränderungen geneigten Bestimmungsgrund des Geldbedarfs für Einkommens- und Geschäftszwecke sieht Keynes die Höhe des Einkommens bzw. der Produktion und Beschäftigung: damit wird bezüglich dieser Geldmenge das U bzw. V der Quantitätsgleichung des Geldes als nahezu konstant gesetzt[231]).

Der Sachverhalt, den Keynes aufzeigt, ist nicht neu, die Geldmenge und die Umlaufgeschwindigkeit erscheint lediglich unter dem neuen Aspekt des Kassenbestandes und die Beweggründe, die zu der Anlage eines derartigen Kassenbestandes veranlassen, werden als Liquiditätsvorliebe bezeichnet.

Gegen den Gebrauch des Terminus Liquiditätsvorliebe (liquidity preference) in diesem Zusammenhang wurde eingewendet, es handle sich hier

227) Keynes, a. a. O. S. 141, Vgl. im englischen Original S. 168, 2. Absatz.
228) Keynes, a. a. O. S. 143.
229) a. a. O. S. 164.
230) a. a. O. S. 164.
231) Dies betont Keynes a. a. O. S. 165.

um objektive Notwendigkeiten und nicht um subjektive Motivationen, und mithin sei der subjektiv gefärbte Terminus hier inadäquat: Ad. Weber z. B. erhebt diese Kritik [232]). Richtig ist, daß es sich hier nicht um eine Entscheidung hinsichtlich der Anlage bzw. Aufbewahrung eines Vermögens handelt, daß eine Abwägung zwischen Zinsgenuß und Vorteil des Hortens einfach deshalb nicht in Frage kommt, weil eine verzinsliche Anlage der fraglichen Summen wegen der Kürze der Zeitspannen untunlich ist. D. H. Robertson wendet sich gegen die Keynes'sche Methode, diesen Geldbedarf mit dem Geldbedarf zum Zwecke der Aufbewahrung eines Vermögens unter einen gemeinsamen Oberbegriff zu bringen: „A formula . . . . . lumping together in the same portemanteau those who desire to *hold* [233]). . . . . money and those who desire to *use* [233]) it does not seem to me helpful towards clarity of thoughts" [234]).

Der zweite Grund für eine potentielle Bevorzugung des Bargeldes ist das „Vorsichtsmotiv" (im Original: precautionary motive), „das Verlangen nach Sicherheit über den zukünftigen Barwert eines gewissen Teiles des Gesamtvermögens" [235]) und „die Vorsorge für unvorhergesehene, sofortige Ausgabe erfordernde Posten und für unvorhergesehene Gelegenheiten zu vorteilhaften Käufen, sowie das Halten eines Vermögensbestandes, dessen Wert in Geld festgesetzt ist, zur Erfüllung einer späteren, in Geld festgesetzten Verbindlichkeit . . ." [236]).

Hier ist also die Rede von der Entscheidung bezüglich der Aufbewahrung eines Vermögens. Keynes argumentiert folgendermaßen: „Wenn . . . der Zinsfuß nie negativ ist, warum sollte jemand vorziehen, sein Vermögen in einer Form zu halten, die wenig oder keine Zinsen abwirft, statt in einer Form, die Zinsen abwirft, natürlich unter der Voraussetzung, daß das Risiko der Zahlungsunfähigkeit bei einem Bankguthaben dasselbe ist wie bei einem Schuldschein . . . [237]) . . . Es gibt jedoch eine notwendige Bedingung, ohne die es keine Vorliebe für flüssiges Geld, als ein Mittel zum Halten von Vermögen geben könnte.

Diese notwendige Bedingung besteht in der *Ungewißheit* [238]) über die Zukunft des Zinsfußes, das heißt über den Komplex der Zinssätze für verschiedene Fälligkeiten an zukünftigen Zeitpunkten. Denn wenn die in allen zukünftigen Zeiten gültigen Zinssätze mit Gewißheit vorauszusehen wären, könnten alle zukünftigen Zinssätze aus den *gegenwärtigen* [238]) Zinssätzen für Darlehn verschiedener Fälligkeiten abgeleitet werden, die wiederum der Kenntnis der zukünftigen Zinssätze angepaßt würden" [239]).

Die Unkenntnis hinsichtlich der zukünftigen Zinssätze soll folgende Bedeutung haben: „Tritt somit ein Bedarf an flüssigem Geld . . . . . ein, so besteht die Gefahr, daß der Kauf eines langfristigen Darlehns und seine spä-

---

232) Ad. Weber: Der neue Keynes usw., a. a. O.
233) Kursiv bei Robertson!
234) D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory usw. a. a. O. S. 176.
235) Keynes, a. a. O. S. 143; vgl. im englischen Original S. 170, 2. Absatz.
236) Keynes, a. a. O. S. 164.
237) Diese Voraussetzung, „daß das Risiko der Zahlungsunfähigkeit bei einem Bankguthaben dasselbe ist wie bei einem Schuldschein", zeigt an, daß Keynes von diesem Risiko, das der „Rohzins" umschließt, absieht.
238) Kursiv bei Keynes!
239) a. a. O. S. 141/142.

tere Umwandlung in Bargeld, verglichen mit dem Besitz von Bargeld, einen Verlust bringen wird. Der rechnungsmäßige Gewinn oder die mathematische, in Uebereinstimmung mit den bestehenden Wahrscheinlichkeiten berechnete Gewinnerwartung — wenn sie so berechnet werden kann, was zweifelhaft ist — muß genügen, um für das Risiko der Enttäuschung zu entschädigen“ [240]).

Keynes meint das Risiko, daß ein Schuldschein im Zeitpunkt eines niedrigeren Marktzinses, also zu einem höheren Kurs erworben wurde und damit für den Erwerb des Anlagewertes mehr Bargeld hingegeben wurde, als beim Verkauf erzielt werden kann, wenn zu diesem fraglichen Zeitpunkt der Marktzins höher, der Kursstand niedriger ist. In der Höhe der Differenz zwischen Einkaufskurs und Verkaufskurs ist dann eine reale Vermögenseinbuße eingetreten. Auf der anderen Seite der Kapitalrechnung steht der Zins, den man während der Zeit des Besitzes des festverzinslichen Wertes bezogen hat. Zinsertrag und die Verlustmöglichkeit werden — so glaubt Keynes — gegeneinander abgewogen und der Erwerb eines festverzinslichen Schuldscheines kommt nur in Frage, wenn der Zinsbezug der wertmäßigen Einschätzung der Verlustmöglichkeit mindestens gleichkommt.

Der Zins erscheint damit als eine Risikoprämie, eine Prämie, die gegen das Risiko der Vermögenseinbuße versichert: Geld gewähre die jederzeitige Sicherheit über den vollen Barwert des Vermögens; die Abwesenheit dieser Annehmlichkeit bei dem Besitz eines Schuldscheines müsse ausgeglichen werden durch den Genuß einer Sonderprämie, eben des Zinses.

Die Wurzel des Zinses sieht Keynes damit in der Eigenschaft des Geldes, ideales Wertaufbewahrungsmittel zu sein; Geld befriedige das Bedürfnis, Vermögen wertbeständig aufzubewahren vollkommen, während der Erwerb eines Darlehens oder eines Schuldscheines stets das Risiko in sich schließe, daß sich der Barwert des Vermögens infolge Zinssteigerung verringert [241]).

Keynes sagt ausdrücklich, daß seine Zinstheorie aufbaut auf dieser Funktion des Geldes: „Nur wenn Geld ausschließlich für die Bestreitung von Ausgaben und nie als Wertbewahrer verwendet würde, würde eine andere Theorie angebracht sein“ [242]). In der Einarbeitung des Faktums der Unsicherheit in die Theorie, in der Aufweisung der Verbindung zwischen Unsicherheit, Geld und Zins sieht Keynes den Fortschritt, den seine Theorie gegenüber der — als klassisch bezeichneten — Theorie darstelle: „These more recent writers like their predecessors were still dealing with a system in which known more or less for certain. This does not mean that they were dealing with the amount of the factors employed was given and the other relevant facts were a system in which change was ruled out, or even one in which the disappointment of expectation was ruled out. But at any given time the facts and expectations were assumed to be given in a definite and calculable form: risks, of which, tho admitted, not much notice was taken, were supposed to be capable of an exact actuarial computation . . . . . . Actually, however, we have, as a rule, only the vaguest idea of any but the most direct consequences of our acts . . . . By “uncertain” knowledge, let me explain, I do not mean

240) Keynes, a. a. O. S. 142; im Original S. 169 (oben).

241) Das Risiko der Zahlungsunfähigkeit oder -unwilligkeit des Schuldners schaltet insoweit aus der Untersuchung aus, da ja Keynes ausdrücklich den sog. „reinen“ Zins zum Gegenstand der vorliegenden Untersuchung macht; vgl. oben S. 66, Fußnote 237). Selbstverständlich ist in Wirklichkeit auch eine sog. gilt-edged security nicht völlig von diesem Risiko frei.

242) Keynes, a. a. O. S. 152/153; im Original S. 182, 2. Absatz, letzter Satz.

merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. . . . The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know. Nevertheless, the necessity for action and for decision compels us as practical men to do our best to overlook this awkward fact and to behave exactly as we should if we had behind us a good Benthamite calculation of a series of prospective advantages and disadvantages, each multiplied by its appropriate probability, waiting to be summed . . . . partly on reasonable and partly on instinctive grounds, our desire to hold Money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future. The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with money is the measure of the degree of our disquietude" [243]).

Keynes hat in der ideenmäßigen Verknüpfung der wirtschaftlichen Kategorie des Geldes mit dem Phänomen der Unsicherheit hinsichtlich künftiger Fakten Vorgänger: so z. B. J. R. Hicks in der Abhandlung „Gleichgewicht und Konjunktur" [244]). Folgende Stellen zeigen die Verwandtschaft zwischen Keynes und Hicks: „Was bestimmt . . . . . ihren (d. h. der Wirtschaftssubjekte, D. V.) Bedarf an Geld? Lediglich die Notwendigkeit, es für künftige Zahlungen zu verwenden. Sie benötigen es nicht für gegenwärtige Zahlungen, sonst würden sie es ja nicht behalten, sondern ausgeben. Einzig und allein für künftige Zahlungen müssen sie das Geld in Händen behalten. Es muß nun bemerkt werden, daß es nur für ungewisse künftige Zahlungen absolut erforderlich ist, Geld zu besitzen. Stehen Datum und Summe der künftigen Zahlung absolut fest, so braucht das Geld dafür nicht bereitgehalten zu werden — es ist dann einträglicher es auszuleihen, bis die Zahlung fällig ist. . . . . Es scheint daher, daß die Menschen, wenn sie nur die künftige Entwicklung der ökonomischen Daten und den daraus folgenden künftigen Verlauf der Preise vollständig voraussehen, überhaupt kein Geld als solches in Händen zu halten brauchen. Sie können dann all ihr Geld als Darlehen ausleihen, entweder mit Hilfe der Banken oder eines anderen entsprechenden Mechanismus' . . . ." [245]) „Da die Erscheinung des Geldgebrauches mit unzureichender Voraussicht in engem Zusammenhang steht, so muß sie in enger Verbindung mit der Risikotheorie untersucht werden. Die Geldumlaufsgeschwindigkeit ist in ihrem wichtigsten Aspekt eine Funktion des Risikos" [246]).

In seiner Abhandlung „The Coordination of the Theories of Money and Price" kennzeichnet P. Rosenstein-Rodan den neuesten Aspekt des Geldproblems, wie er sich insbesondere aus den Untersuchungen E. Lindahls und G. Myrdals ergebe [247]), folgendermaßen: „Store of value, encaisse désirée, Kas-

243) Keynes, The General Theory of Employment, in Quarterly Jl. of Econ., a. a. O. S. 212/213 und S. 213—216.

244) J. R. Hicks: Gleichgewicht und Konjunktur, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IV, H. 4, S. 441—455.

245) a. a. O. S. 446/447 und S. 447.

246) a. a. O. S. 448.

247) Der angeführte Autor weist ausdrücklich darauf hin, daß seine Ausführungen sich im

senbestand, cash-balance, or Mr. Keynes' liquidity preference are used . . . synonymously. They are mainly goods providing for unforeseen contingencies, and therefore satisfying the want for certainty" [248]). „In an economy without "frictions" where everybody foresaw with perfect certainty his tastes, income and future prices and therefore the dates as well as the size of his purchases, nobody would keep a cash-balance. Everybody would invest all his money for exactly the periods of time allowed for by the foreseen future payments, since an omission to do so would involve loss of the interest which could be earned on it . . .; the economic process would develop as if the velocity of circulation of money tended towards infinity, i. e. money prices would become indeterminate, although relative prices would remain perfectly determined. This reductio ad absurdum shows that it is inconsistent to assume at the same time a state of general certain foresight and the existence of money; they are mutually incompatible. Money (as cash-balance) exists only and in so far as general foresight is not certain: it is a function of the individual's feeling of uncertainty, a means of meeting it: a good satisfying the want for certainty. . . . The characteristic and relevant "monetary" forces operate as a function of uncertainty" [249]).

Trotzdem bei Keynes und den beiden angeführten anderen Autoren die Nachfrage nach Geld eine Funktion der Unsicherheit ist, zeigen sich doch beträchtliche Verschiedenheiten. Die allgemeinen Erwägungen über die Unsicherheit irgendwelcher künftiger Tatsachen, über die unzureichende Möglichkeit einer Kalkulation künftiger wirtschaftlicher Tatbestände, bilden in der Allgemeinen Theorie nur den ideenmäßigen Hintergrund und Ausgangspunkt: für die Liquiditätsbevorzugung (aus dem Vorsichtsmotiv) ist konstitutiv nicht die allgemeine Unsicherheit an sich, sondern die konkrete Unsicherheit hinsichtlich zukünftiger Zinssätze. Die Keynes'sche Analyse scheint hier zweifellos im Vorteil gegenüber der von Hicks bzw. Rosenstein-Rodan: Unsicherheit hinsichtlich Datum und Höhe einer künftigen Verbindlichkeit, hinsichtlich zukünftiger Einkommen, Einkommensdispositionen und zukünftiger Preistatbestände bräuchte noch keinen Verzicht auf verzinsliche Anlage auslösen, wenn sämtliche zu allen künftigen Zeitpunkten geltenden Zinssätze mit völliger Sicherheit vorausgesehen würden: denn unter dieser Voraussetzung wäre — so argumentiert Keynes insoweit richtig — der jederzeitige Liquidationswert eines Darlehens bekannt, die Anlage würde, genau wie Geld, Sicherheit über den künftigen Barwert des Vermögens verbürgen: Geld und Darlehen würden sich insoweit gleichstehen. Es erscheint insoweit einleuchtend, daß erst die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze konstitutiv sein kann für eine entsprechende Liquiditätsvorliebe. — Weiter ist bei Keynes die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Zinssätze nicht für jede Geldnachfrage konstitutiv: Keynes' Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatzmotiv ist nicht bedingt durch die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Zinssätze. Wenn aber Keynes in das Vorsichtsmotiv einschließt „die Vorsorge für unvorhergesehene, sofortige Ausgabe erfordernde Posten und für unvorhergesehene Gelegenheiten zu vorteilhaften Käufen" [250]) und hier die Verbindung zum Unsicherheitsmoment darin liegen muß, daß bei vollkom-

wesentlichen auf E. Lindahl und G. Myrdal stützen; vgl. P. Rosenstein-Rodan: The Coordination of the General Theories of Money and Price, S. 257, Anmerkung 1.

248) a. a. O. S. 256, Anmerkung 5.

249) a. a. O. S. 272.

250) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 164; vgl. S. 66 der Arbeit.

mener Kenntnis der künftigen Zinssätze diesen „unforeseen contingencies“ [251]) gleichermaßen mit einem Fonds von Anlagewerten begegnet werden könnte, dann könnte mindestens ein Teil dessen, was Keynes als Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatzmotiv bezeichnet, in gleicher Weise auf die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze zurückgeführt werden. Der Rest der Geldnachfrage aus dem Umsatzmotiv müßte daraus abgeleitet werden, daß infolge der Unbedeutendheit der fraglichen Summen und der Kürze der in Erwägung gezogenen Zeitspannen eine Anlage deshalb nicht in Frage kommt, weil der geringe Zinsbezug die Mühe der Anlage und der Liquidierung der Anlage nicht lohnt [252]). — Ein weiterer Unterschied zwischen der Keynes'schen und der Hicks-Rosenstein'schen Analyse besteht endlich darin, daß in der letzten Unsicherheit konstitutive Bedingung für den Geldgebrauch, in der ersten Unsicherheit konstitutive Bedingung für den Zinsfuß, bzw. die Liquiditätsvorliebe ist.

Eine grundsätzliche Stellungnahme zu der Frage, ob und inwieweit aus der Tatsache der unvollkommenen Voraussicht hinsichtlich der künftigen Zinssätze ein Phänomen „Liquiditätsvorliebe“ abgeleitet werden kann, soll später erfolgen (vgl. V. Kap.). Hier sollte lediglich die dogmengeschichtliche Verbindungslinie gezogen werden zwischen dem Keynes'schen Begriff der Liquiditätsvorliebe und neueren geldtheoretischen Versuchen.

Zur Klarstellung des Begriffes Liquiditätsvorliebe ist folgendes zu erwägen: es könnte zunächst angenommen werden, eine Bevorzugung des Geldes, um sich des vollen künftigen Barwertes eines Vermögens zu versichern, könne nicht allein aus der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze resultieren, sondern gleichermaßen aus der sicheren Kenntnis einer künftigen Steigerung des Zinssatzes: die völlige Gewißheit, daß mit der Anlage ein Verlust verbunden sei, könne gleichermaßen zu einer Bevorzugung der geldlichen Liquidität führen. Diesem möglichen Einwand begegnet Keynes von vornherein durch die Aussage, bei vollständiger sicherer Voraussicht aller künftigen Zinssätze „könnten alle zukünftigen Zinssätze aus den gegenwärtigen Zinssätzen . . . . . abgeleitet werden, die wiederum der Kenntnis der zukünftigen Zinssätze angepaßt würden“ [253]).

Ob und wie eine Situation vollständiger Kenntnis der künftigen Zinssätze überhaupt theoretisch gedacht werden kann, welche logischen Konsequenzen und Implikationen die Konstruktion einer derartigen Situation beinhaltet, wird im letzten Kapitel erörtert werden. Hier genügt es, zu beachten, daß Keynes jedenfalls annimmt, die vollkommene Gewißheit über künftige Zinssätze würde eine sofortige Anpassung des gegenwärtigen Satzes an den zukünftigen, bzw. einen Ausgleich zwischen gegenwärtigen und künf-

---

251) Vgl. die S. 108 zitierte Stelle (Fußnote 248).

252) Die Analyse von Rosenstein-Rodan räumt eine bestimmte Geldnachfrage, die damit und nicht mit einer Unsicherheit in Zusammenhang steht, ein; vgl. Rosenstein-Rodan, a. a. O. S. 272: „In reality, besides uncertainty "frictions" of two kinds account for the existence of cash balances: 1) costs of investment (banking charges) of a small sum for a short period are mostly greater than the interest which can be earned on it. . . . . 2) Leisure lost by having to think and give orders about investing small sums may have higher utility than the interest which can be earned on them. It may therefore not be "worth the bother" to invest such sums; they also will be kept in the form of cash balances. These two kinds of frictions account for a certain quantity of money . . . . .“

253) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 142; im Original S. 169 (oben).

tigen Sätzen ergeben, wodurch jede Verlustgefahr und damit eine Bevorzugung von Bargeld entfiele.

Die Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatz- und dem Vorsichtsmotiv faßt Keynes folgendermaßen zusammen: „Wir wollen annehmen, daß die Vorliebe für Liquidität aus dem Umsatz- und Vorsichtsmotiv eine Menge von Bargeld absorbiert, die sich gegenüber Aenderungen im Zinsfuße an sich, von seinen Rückwirkungen auf das Niveau des Einkommens abgesehen, nicht sehr empfindlich verhält . . . ."[254]. „Es sei M_1 der Betrag von Bargeld, der zur Befriedigung des Umsatz- und Vorsichtsmotivs gehalten wird . . . ."[255]; für Umsatz und Vorsichtsmotiv soll eine gemeinsame „Funktion der Liquidität . . . . ., die einem Einkommen Y entspricht"[256] gelten; „L_1 stützt sich hauptsächlich auf das Niveau des Einkommens . . ."[257], womit die folgende Gleichung gelten soll: „$M_1 = L_1 (Y)$"[258].

Die Feststellung, ein bestimmter Teil der Liquiditätsvorliebe hänge von dem Stand des Einkommens ab, steht in formellem Widerspruch zu der anfänglichen Feststellung Keynes', die gesamte Liquiditätsvorliebe sei eine „Potentialität oder funktionelle Neigung, die die Geldmenge festlegt, die die Bevölkerung bei einem gegebenen Zinsfuß halten will"[259].

Es leuchtet nicht ein, warum Keynes auch die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv vom Stand des Gesamteinkommens abhängen läßt und ihr eine bestimmte Hortmenge zuordnet. Gerade weil der Zinsfuß „an inducement not to hoard"[260] sein soll, sollte man meinen, daß dem Vorsichtsmotiv nicht generell, sondern nur, sofern ein gegebener Zinsfuß nicht als ausreichende „Belohnung für die Aufgabe der Liquidität"[261] erscheint, eine faktische Hortmenge entsprechen müßte.

Es kann nun übergegangen werden zu der Betrachtung des 3. und letzten Beweggrundes, der — nach Keynes — eine Nachfrage nach Bargeld auslösen soll: des „Spekulationsmotivs" (englisch: speculative motive)[262]. Keynes sagt: „Es gibt jedoch einen weiteren Grund für die Vorliebe für Liquidität, der sich aus der Ungewißheit über die Zukunft des Zinsfußes ergibt, vorausgesetzt, daß es einen organisierten Markt für den Handel in Schuldpapieren gibt. Denn die Aussichten werden von verschiedenen Menschen verschieden eingeschätzt werden, und wer von der vorherrschenden, durch die Marktnotierungen ausgedrückten Meinung abweicht, mag einen guten Grund haben, seine Mittel flüssig zu halten, um aus seinem Verhalten einen Gewinn zu ziehen . . . . . .". „. . . . . . der Einzelne, der glaubt, daß die zukünftigen Zinssätze höher als die vom Markt vorausgesetzten Sätze sein werden", hat Grund, „liquides Geld zu halten, während der Einzelne, dessen Meinung vom Markt in der entgegengesetzten Richtung abweicht, einen Beweggrund haben wird, kurzfristiges Geld zu borgen, um damit langfristige Dar-

254) a. a. O. S. 143/144.
255) a. a. O. S. 167; im Original S. 199 (II), letzter Absatz.
256) a. a. O.
257) a. a. O. S. 167. In der Uebersetzung steht „stützt sich" für das englische „depends on" — was A. Amonn als schlechte Uebertragung tadelt (A. Amonn, a. a. O. S. 1/2, Anm. 1).
258) Keynes, a. a. O. S. 167 (letzter Absatz).
259) Keynes, a. a. O. S. 141 (erster Absatz!).
260) Keynes: The General Theory etc. S. 210.
261) Derselbe: Allgemeine Theorie, S. 141; im Original S. 167.
262) Keynes, a. a. O. S. 143; vgl. das englische Original S. 169/170.

lehen zu kaufen. Der Marktpreis wird an dem Punkt festgesetzt werden, an dem die Verkäufe der „Baissiers" und die Käufe der „Haussiers" sich die Waage halten"[263]). Das Spekulationsmotiv ist also die „Absicht, aus einer besseren Erkenntnis der Zukunft, als sie der Markt hat, einen Gewinn zu erzielen"[264]).

Für diese Liquiditätsvorliebe stellt Keynes die Formel auf „$M_2 = L_2 (r)$"[265]), wobei M_2 die Geldmenge bedeutet, die aus diesem Beweggrund heraus „gehortet" wird, r den laufenden Marktzinsfuß und L_2 die entsprechende Liquiditätsvorliebe. Für diese Liquiditätsvorliebe soll gelten (was Keynes vorher als allgemeines Charakteristikum der Kategorie der Liquiditätsvorliebe überhaupt aufgestellt hatte) nämlich, daß sie eine „funktionelle Neigung", ist, „die die Geldmenge festlegt, die die Bevölkerung bei einem gegebenen Zinsfuß halten will": d. h. die Liquiditätsvorliebe L_2 soll die Gestalt einer Kurve haben, die verschiedene mögliche Zinssätze mit den jeweils entsprechenden Geldmengen in Beziehung setzt. „. . . die Erfahrung lehrt, daß die gesamte Nachfrage nach Geld zur Befriedigung des Spekulationsmotivs sich gewöhnlich gegenüber allmählichen Aenderungen im Zinsfuß dauernd empfindlich verhält, das heißt, es gibt eine ununterbrochene Kurve, die Aenderungen in der Nachfrage nach Geld zur Befriedigung des Spekulationsmotivs mit Aenderungen im Zinsfuß, wie er durch Aenderungen in den Preisen von Schuldscheinen und Darlehen verschiedener Fälligkeiten gegeben wird, verbindet"[266]).

Es kann zunächst Einwendung erhoben werden gegen die Feststellung, „daß die *Ungewißheit*[267]) über den zukünftigen Verlauf des Zinsfußes die einzige verständliche Erklärung der Art der Vorliebe für Liquidität L_2 ist, die zum Halten des Bargeldes M_2 führt"[268]). Angenommen, es werde von irgendeinem Wirtschaftssubjekt für einen zukünftigen Zeitpunkt eine Erhöhung des Marktzinses erwartet und diese Zukunftsantizipation veranlasse, festverzinsliche Effekten abzustoßen und den Verkaufserlös liquid zu halten, um später wieder billig einzukaufen — oder, die Erwartung einer Zinssteigerung veranlasse die Aufschiebung eines beabsichtigten Kaufes und die Flüssighaltung der entsprechenden Geldsummen bis zu dem in Aussicht genommenen Zeitpunkt. Diese Nachfrage nach Bargeld entsteht dann gerade aus der subjektiven Gewißheit, die Entwicklung des künftigen Kursstandes werde in der antizipierten Richtung verlaufen: nur eine relative subjektive Gewißheit wird eine derartige Verhaltensweise auslösen, begründete Zweifel an der Richtigkeit der Zukunftseinschätzung werden nicht zu einer entsprechenden Verhaltensweise führen.

Ein derartiges Argument findet sich bei einem Rezensenten der Keynes'schen Theorie: „. . . . why is the motive of an activity purporting to secure profit from speculation described as "Uncertainty"? A man who believes that he knows the future rate of interest better than the market, and who is prepared to forego present income in order to secure future profit from his appa-

263) a. a. O. S. 143.
264) a. a. O. S. 143.
265) a. a. O. S. 167 (letzter Absatz).
266) Keynes, a. a. O. S. 165 (vorletzter Absatz).
267) Kursiv bei Keynes!
268) Keynes, a. a. O. S. 169.

rently superior foresight, must, it would seem, be pretty certain of his "hunch". In what sense can we call him "uncertain"?" [269]).

Freilich ist Ungewißheit in einem gewissen Sinne conditio sine qua non jeder Spekulation: bei Vorliegen allgemeiner, vollkommen sicherer Voraussicht und Kenntnis der Zukunft und der zukünftigen Zinssätze wäre eine „bessere Erkenntnis der Zukunft, als sie der Markt hat" ausgeschlossen ex hypothesi und damit auch jede Möglichkeit, aus dieser besseren Erkenntnis Gewinn zu ziehen. Es wäre bei vollkommener Voraussicht der künftigen Sätze jedem Individuum der künftige Satz bekannt, niemand hätte eine „bessere" und niemand eine „schlechtere" Erkenntnis der Zukunft und es gäbe mithin keine Partner für spekulative Transaktionen.

Aber die spezielle spekulative Liquiditätsvorliebe, die individuelle Verhaltensweise, Käufe aufzuschieben und seine Mittel flüssig zu halten, um ein künftige Gewinn-Chance wahrnehmen zu können, ist unmittelbar begründet in der subjektiven Gewißheit, die eigene Einschätzung der Zukunft werde sich als die richtige erweisen.

Aus dieser mangelnden Abgrenzung zwischen allgemeiner objektiver Ungewißheit über künftige Fakten und subjektiver Unsicherheit, die sich in der Keynes'schen Erörterung der Liquiditätsvorliebe findet, resultieren weitere Mängel in der Begründung und Umschreibung der spekulativen Liquiditätsvorliebe: Keynes spricht in dem Zusammenhang der Darlegung der Beziehungen zwischen Zinsfuß und spekulativer Liquiditätsvorliebe von einem „Risiko der Illiquidität", dem auf der anderen Seite der Kapitalrechnung gegenüberstehe „die laufenden Verdienste aus Illiquidität, die als eine Art Versicherungsprämie zur Aufhebung des Verlustrisikos auf der Kapitalrechnung verfügbar sind . . . ." [270]). Jedoch: wer in der spekulativen Absicht kauft, um zu einem höheren Preis mit Gewinn wieder verkaufen zu können, nimmt kein Risiko der Illiquidität auf sich, für das der Zinsfuß eine Entschädigung darstellen könnte. Da der Besitz der (festverzinslichen) Effekten nur als vorübergehender gedacht ist, wird faktisch überhaupt kein beachtlicher Zinsgenuß erzielt werden; wer spekulativ einkauft ist voraussetzungsgemäß interessiert an der Differenz zwischen Einkaufskurs und Verkaufskurs und ein allenfallsiger Zinsbezug wird nicht in Erwägung gezogen. Grundsätzlich kann es für das Risiko des Spekulanten, daß der Einkauf zu einem gegebenen Preis, in der Absicht zu einem höheren Preis verkaufen zu können, sich als Fehldisposition erweist, weil die Zukunftsantizipation eine unrichtige war, keine „Versicherung" geben. Wer aus dem Auf und Ab der Marktpreise Gewinn erzielen will, indem er der tatsächlichen Entwicklung der Preise vorauseilt, kann sich nicht gegen das Risiko, daß die Spekulation falsch gewesen sein kann, versichern: denn der Sachverhalt, der das Risiko begründet, nämlich die Tatsache, daß die zukünftigen Preise nicht objektiv feststehen, begründet gleichzeitig seine Gewinn-Chance, seine Erwerbsquelle". Für den Spekulanten ist das Risiko der Kursschwankungen das eigentliche „Unternehmerrisiko", das nicht versicherbar ist, es sei denn, die „Unternehmertätigkeit" als solche würde aufgegeben. Gegen das Risiko der Kursschwankungen kann sich „versichern" lediglich, wer nicht die Absicht

269) L. M. Lachmann: Uncertainty and Liquidity-Preference, in: Economica, Vol. IV (N, S.), No. 15, S. 295—308, S. 300.

270) Keynes, a. a. O. S. 169, letzter Absatz.

hat, Gewinn aus den Kursschwankungen zu ziehen — der Sparer oder ein sonstiger Inhaber von Rücklagen, der eine Vermögensanlage erstrebt und für den die im Kauf der Effekten zu zahlenden Geldsummen nicht „Gewinn-Einsatz“ sind.

Es kann weiterhin gar nicht die Rede davon sein, eine gegebene „Liquiditätsvorliebe“ aus dem Spekulationsmotiv werde befriedigt, entweder durch tatsächliche Hortung oder durch einen entsprechenden Zinsbezug; die „Liquiditätsvorliebe“ eines spekulierenden Wirtschaftssubjektes kann offenbar nur darin bestehen, daß es überzeugt ist, der Kursstand werde sinken, der Marktzinsfuß also steigen, womit als die einzig richtige Verhaltensweise die Liquidhaltung der Mittel in Frage kommen kann. Wenn und soweit eine Kurssenkung mit hinreichender subjektiver Gewißheit erwartet wird, kann ein noch so hoher Zinsfuß diese „Liquiditätsvorliebe“ nicht befriedigen.

Es scheint also, daß die Terminologie Keynes' bezüglich der Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv für die Erörterung dieses Phänomens inadäquat ist.

Da Spekulationsgewinne nur realisiert werden können aus Kauf und Verkauf, der Besitz der Liquidität mit dem Besitz der (festverzinslichen) Effekten abwechseln muß, könnte mit der gleichen Berechtigung nicht nur von einer spekulativen „Liquiditätsvorliebe“, sondern auch von einer spekulativen Bevorzugung der „Effekten“ gesprochen werden. Es gibt in diesem Zusammenhang kein Phänomen einer grundsätzlichen potentiellen Bevorzugung der geldlichen Liquidität, keine grundsätzliche Hortneigung. Je nach der tatsächlichen Konstellation, ihrer Abschätzung und Auswertung zu einer entsprechenden Zukunftsantizipation, gibt es entweder eine Liquiditätsvorliebe oder eine Vorliebe für Effekten.

Die Feststellung, daß es eine grundsätzliche, potentielle Bevorzugung der geldlichen Liquidität gegenüber dem Besitz von Anlagepapieren aus spekulativen Beweggründen nicht gibt, besagt natürlich nichts dagegen, daß das Spekulationsmotiv faktisch zur Bildung liquider Barbestände führen könnte. Bezüglich des quantitativen Ausmaßes dieser spekulativen Nachfrage nach Geld sind jedoch gewisse Einschränkungen zu machen.

Die Formulierung Keynes', daß „der Einzelne, der glaubt, daß die zukünftigen Zinssätze höher als die vom Markt vorausgesetzten Sätze sein werden“, veranlaßt werde „liquides Geld zu halten, während der Einzelne, dessen Meinung vom Markt in der entgegengesetzten Richtung abweicht, einen Beweggrund haben wird, kurzfristiges Geld zu borgen, um damit langfristige Darlehen zu kaufen“ [271]), erweckt den Eindruck, Keynes erfasse nicht nur die Hortung des „Baissier“ als Geldnachfrage, sondern auch die Kreditnachfrage des „Haussier“ zur Finanzierung seiner Transaktionen. Das Borgen des „Haussier“ kann aber gar keine Nachfrage nach Bargeld sein, denn das Geld wird ja sofort ausgegeben und wandert auf diese Weise zu dem „Baissier“, der es liquid hält. Eine Nachfrage nach Geld übt nur derjenige aus, der durch Verkauf von Effekten, oder auf andere Weise, in den Besitz von Bargeld gelangt und dieses für einen bestimmten Zeitraum liquid hält; nicht dagegen wer lediglich Geld borgt zur sofortigen Uebertragung an einen anderen. Es bestehen aber Zweifel, ob und inwieweit

271) Keynes, a. a. O. S. 143.

die „Baisse-Position" mit einer Hortung von Barmitteln verbunden ist. Unter einem „Baissier" versteht Keynes im Treatise — Keynes greift in der Allgemeinen Theorie bei der Erörterung der Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv auf den Treatise zurück[272]) — „nicht nur diejenigen . . . ., die Effekten ohne Deckung verkauft haben, das heißt, die Effekten verkauft haben, die sie nicht besitzen, sondern auch diejenigen, die normalerweise Effekten halten würden, die es aber für den Augenblick vorziehen, liquide Sicherheiten in Form von Spardepositen[273]) zu halten. Ein „Baissier" ist, wer im Augenblick auf Effektenbesitz verzichtet und Geld ausleiht, und entsprechend ist ein „Haussier", wer Effekten bevorzugt und Geld borgt — der erste erwartet, daß der Barwert der Effekten sinken, und der zweite, daß er steigen wird"[274]).

Die Liquiditätsbevorzugung des Baissiers, der „Effekten ohne Deckung" verkauft, schließt jedenfalls keine Nachfrage nach Bargeld und keine Hortung von Bargeld ein. Das Angebot an Effekten ist insoweit nicht gleichbedeutend mit einer Nachfrage nach Bargeld. Die Liquiditätsvorliebe, die Erwartung einer Zinssteigerung, muß nicht zur Anlage von liquiden Barbeständen führen. Es ist also nicht ersichtlich, warum und wieso die Erwartung einer Kurssenkung immer einen Beweggrund darstellen sollte, Bargeld zu halten. Dies gilt weitgehend für alle Arten von Termintransaktionen, bei denen ex definitione im Zeitpunkt des Kaufes und des Verkaufes kein realer Umsatz stattfindet. Der Einwand, daß bei Termingeschäften „Liquiditätsvorliebe" keine Nachfrage nach Bargeld auslöst, findet sich in der Besprechung der Keynes'schen Liquiditätsvorliebe von L. M. Lachmann: „At closer inspection, however, Mr. Keynes' organised securities market emerges as a particularly hybrid type. For it appears that, "perfect" though his market may be in any meaning attributed to this word by traditional "classical" doctrine, it certainly is *not*[275]) organised with a view to facilitate those operations we are most interested in, i. e., intertemporal exchange-transactions actuated by the speculative motive. In other words, it is just because Mr. Keynes' market is not an organised forward-market that here "bearishness" entails liquidity-preference! For on a market which is organised for intertemporal exchange, everybody is able to express his expectations for the future by buying or selling for delivery in the future. On an organised forward-market it would certainly not be true that "the individual who believes that future rates of interest will be above the rates assumed by the market has a reason for keeping liquid actual cash, whilst the individual who differs from the market in the other direction will have a motive for borrowing money for short periods in order to purchase debts of longer term"[276]). On an organised forward-market both individuals could express their expectations by forward-transactions which do not require any cash. Where the market for securities is fully organised over time, the owner of 4 per cent. bonds who fears a rise in the rate of

272) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 142, Anmerkung 1.

273) Daß die Anlage von Spardepositen nicht ohne weiteres als eine Nachfrage nach Bargeld erfaßt werden kann, siehe oben S. 64 der Arbeit.

274) Keynes, Vom Gelde, 15. Kap. S. 203.

275) Kursiv bei L. M. Lachmann!

276) Die Anführungszeichen umschließen die entsprechende Stelle aus der Allgemeinen Theorie (englische Ausgabe S. 170 oben).

interest has no incentive to exchange them for cash, for he can always "hedge" by selling them forward" [277]).

Der allenfallsige Geldbedarf, der im Zeitpunkt der Abwicklung zur Begleichung der Saldi entsteht (eine Abwicklung der Gesamtheit aller getätigten Umsätze ist nicht erforderlich infolge der mannigfachen Kompensation von Käufen und Verkäufen, auf welcher Tatsache die Organisation und Technik der börsenmäßigen Skontration, bzw. des börsenmäßigen Clearings aufbaut; die Abwicklung der Saldi selbst kann durch Prolongation, das börsenmäßige Reportgeschäft usw. suspendiert werden), hat aber durchaus nichts mehr zu tun mit der „Liquiditätsvorliebe" im Zeitpunkt des Abschlusses der entsprechenden Kauf- und Verkaufsgeschäfte — er ist keine direkte Folge einer „Hortneigung". Ob die Geldbeträge, die bei der Abwicklung einem Wirtschaftssubjekt zufließen, liquid gehalten werden, ist eine andere Frage [278]). Die Aussage, daß zur Bewältigung der börsenmäßigen Effektenumsätze keine Geldmittel erforderlich sind, kann in eingeschränktem Sinne auch für die Kassa-Geschäfte aufrechterhalten werden. Mit der Feststellung, daß ein gegebenes Umsatzvolumen nicht eine exakt abzugrenzende Geldmenge erfordert, daß in gewissem Sinne der spekulative Umsatz sich selbst die Mittel zu seiner Durchführung schafft (Mittel, die nicht Währungsgeld oder bankmäßiges Giralgeld sind), soll nicht geleugnet werden, daß spekulative Liquiditätsvorliebe tatsächlich eine Hortung von Bargeld bedeuten kannn; jedoch läßt die erwähnte Tatsache zweifelhaft erscheinen, ob von der Geldmenge M_2 auf den Zinsfuß, bzw. das Kursniveau der festverzinslichen Effekten geschlossen, bzw. eine funktionelle Beziehung aufgestellt werden kann zwischen der Geldmenge M_2, die für Horte verfügbar ist, und dem Kursstand.

Keynes behauptet: „Der Marktpreis wird an dem Punkt festgesetzt werden, an dem die Verkäufe der „Baissiers" und die Käufe der „Haussiers" sich die Waage halten" [279]). Gegen diese Behauptung ist an sich nichts einzuwenden: der Marktpreis, der notierte Kurs und damit, da es sich um festverzinsliche Effekten handelt, auch der Marktzinsfuß, ist ex definitione der Punkt, an dem Verkäufe und Käufe zu einem bestimmten Preis ausgeglichen werden: andernfalls wäre es nicht der Marktpreis, d. h. es würde noch eine Preisbewegung nach oben oder unten einsetzen. Aber die Feststellung, der Marktpreis sei der Punkt, an dem nominelle Verkäufe und Käufe sich die Waage halten, kann nicht variiert werden in die Feststellung, der Marktpreis sei der Punkt, an dem reales Angebot und Nachfrage nach Geld gleich sind. Denn bei den börsenmäßigen Effektenumsätzen — und auf diese stellt ja Keynes ausdrücklich ab [280]) — bedeutet der Kauf nicht notwendig ein Angebot an Geld, der Verkauf nicht notwendig eine Nachfrage nach Geld.

Die Keynes'sche Vorstellung von der Liquiditätsvorliebe L_2 geht dahin, es handle sich um eine Kurve, die jeweils verschiedene Zinssätze mit der

277) L. M. Lachmann, a. a. O. S. 301 und S. 301, Anmerkung 1.

278) Meist handelt es sich hierbei um die Differenz, den Gewinn oder Verlust — der zum „Einkommen" des Spekulanten gehört.

279) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 143.

280) a. a. O. S. 143, Keynes sagt: „Es gibt jedoch einen weiteren Grund für die Vorliebe für Liquidität . . . . vorausgesetzt, daß es einen o r g a n i s i e r t e n M a r k t für den Handel in Schuldscheinen gibt." (Sperrung vom Verfasser).

entsprechenden Geldmenge M_2 verbinde, das heißt: bei einer gegebenen Liquiditätsvorliebe L_2 hänge der tatsächliche Kursstand, bzw. Zinsfuß, von der vorhandenen Geldmenge M_2 ab: je höher bei einer gegebenen Liquiditätsvorliebe der Zinsfuß, desto kleiner die entsprechende Hortmenge — und umgekehrt.

Ueber die Beziehung zwischen dem Quantum der Geldmenge M_2 und dem Zinsfuß sagt Keynes: „Wir haben . . . . gesehen, daß die Ungewißheit über den zukünftigen Verlauf des Zinsfußes die einzige verständliche Erklärung der Art der Vorliebe für Liquidität L_2 ist, die zum Halten des Bargeldes M_2 führt. Daraus folgt, daß eine gegebene Menge M_2 keine bestimmte Mengenbeziehung zu einem gegebenen Zinsfuß r haben wird; worauf es ankommt, ist nicht das *absolute* [281]) Niveau von r (r bedeutet den Marktzinsfuß, D. V.), sondern der Grad seiner Abweichung von dem, was als ziemlich *sicheres* [281]) Niveau von r betrachtet wird, unter Berücksichtigung jener Berechnungen der Wahrscheinlichkeit, auf die man sich verläßt . . . . Trotzdem gibt es zwei Gründe, warum man Erwarten kann, daß in einem gegebenen Zustand der Erwartung eine Senkung von r mit einer Zunahme in M_2 verbunden sein wird. Erstens vermindert bei einer unveränderten allgemeinen Anschauung über das, was ein sicheres Niveau von r ist, jede Senkung von r den Marktsatz im Verhältnis zum „sicheren" Satz und vermehrt daher das Risiko der Illiquidität; und zweitens vermindert jede Senkung von r die laufenden Verdienste aus Illiquidität, die als eine Art Versicherungsprämie zur Aufhebung des Verlustrisikos auf der Kapitalrechnung verfügbar sind, um einen Betrag, der gleich der Differenz der Quadrate des alten und des neuen Zinsfußes ist. Zum Beispiel, wenn der Zinsfuß für ein langfristiges Darlehen 4 % ist, wird es besser sein auf die Liquidität zu verzichten, sofern nicht auf Grund der Bilanz der Wahrscheinlichkeit gefürchtet wird, daß der langfristige Zinsfuß rascher als um 4 % seiner selbst im Jahr steigen könnte, das heißt, um einen Betrag, der größer als 0,16 im im Jahr ist" [282]).

Wenn Keynes hier richtig interpretiert ist, beinhaltet diese Aussage, bei einer gegebenen Liquiditätsvorliebe stehe ein geringer Zinsfuß mit einer großen Nachfrage nach liquid zu haltendem Geld in Verbindung, einerseits weil, je tiefer der Stand des Zinsfußes, je weniger wahrscheinlich eine Beständigkeit dieses Zinsniveaus, andererseits weil, je geringer der Zinsfuß, desto geringer die Prämie, die für Aufgabe der Liquidität entschädigt. Daß das zweite Argument nicht Begründung dafür sein kann, daß ein niedriger Zinsfuß eine spekulative Nachfrage nach Bargeld in großem Umfange auslöst, ergibt sich daraus, daß bei der Spekulation grundsätzlich nicht von einer Risikoprämie, einer Entschädigung für das übernommene Risiko gesprochen werden kann [283]).

Damit verbleibt als Beweis für die Behauptung, die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv weise die Gestalt einer derartigen Nachfragekurve auf, lediglich das erste Argument, nämlich daß „bei einer unveränderten allgemeinen Anschauung über das, was ein sicheres Niveau von r ist, jede Senkung von r den Marktsatz im Verhältnis zum sicheren Satz" vermindert und damit „das Risiko der Illiquidität" vermehrt.

281) Kursiv bei Keynes!
282) Keynes, a. a. O. S. 169, letzter Absatz.
283) vgl. oben S. 73/74 der Arbeit.

Mit den Worten „bei einer unveränderten Allgemeinen Anschauung über das, was ein sicheres Niveau von r ist“ will Keynes offenbar umschreiben, daß es sich um eine gegebene, unveränderte Liquiditätsvorliebe handelt, um einen „gegebenen Zustand der Erwartung“. Es fragt sich aber grundsätzlich, ob von einer gegebenen, unveränderten Liquiditätsvorliebe, bzw. einer unveränderten „Erwartung“, die Rede sein kann, wenn verschiedene Höhen des Marktzinsfußes ins Auge gefaßt werden. Die Liquiditätsvorliebe L_2 eines spekulierenden Wirtschaftssubjektes kann offenbar nur sein die Bereitschaft, zu verkaufen und sich liquid zu halten, weil man mit einer Senkung des Kursstandes rechnet; die Liquiditätsvorliebe aller spekulierenden Individuen der Gesamtkomplex der Verhaltungsweisen aller Individuen, die die Zukunft in gleicher Weise einschätzen, verbunden mit dem quantitativen Verhältnis zwischen dieser Baisse-Position und der Hausse-Position aller derjenigen Individuen, die eine Veränderung des Kursstandes in der umgekehrten Richtung erwarten und sich dementsprechend verhalten. Die Antizipation des künftigen Kursstandes ist bedingt durch die gegenwärtig gegebene Situation, also den gegebenen gegenwärtigen Kursstand in Verbindung mit der Beurteilung und quantitativen Abschätzung aller jener Kräfte und Tendenzen, die auf eine Abweichung des künftigen Kursstandes von dem gegenwärtigen hindeuten. Wenn der heutige Zinsfuß ein anderer ist, muß grundsätzlich der „Zustand der Erwartung“ ein anderer sein: denn die Gegenwart ist mit ein Bestimmungsgrund der Zukunft, die man zu beurteilen und zu erfassen sucht. Wenn und sobald eine Zinssenkung eintritt, wird auch dieser Vorgang in die Zukunftserwartung eingearbeitet — die Grundlage, auf die sich die Antizipation aufbaut, ist nicht mehr die gleiche. Selbstverständlich kann im konkreten Fall eine Zinssenkung Baisse-Positionen auslösen — aber dies nicht etwa deshalb, weil einer von vorneherein gegebenen und weiterbestehenden Liquiditätsvorliebe bei einem tieferen Zinsfuß eine größere Geldnachfrage entspräche, sondern deshalb, weil das „Gewicht“ der Kräfte, die auf die Wiederherstellung des höheren Zinssatzes tendieren, stärker ist, als das jener Kräfte, die den Zinssatz senken.

Wir kommen damit zu dem Resultat, daß sich die Vorstellung einer K u r v e der spekulativen Liquiditätsvorliebe nicht aufrechterhalten läßt. Damit entfällt auch die Grundlage der gezwungenen Konstruktion Keynes', zu unterscheiden „zwischen den Aenderungn im Zinsfuß . . . . . ., die auf Aenderungen im Angebot von zur Befriedigung des Spekulationsmotivs verfügbarem Gelde zurückzuführen sind, ohne daß damit irgendwelche Aenderung in der Funktion der Liquidität verbunden war, und jenen, die hauptsächlich auf Aenderungen in der Erwartung, welche die Funktion der Liquidität selbst beeinflussen, zurückzuführen sind“ [284]). Keynes glaubt, der Zinsfuß könne sich danach bestimmen, welches „Angebot“ an Geld der „Nachfrage“ nach Geld, d. h. der gegebenen Liquiditätsfunktion gegenübertrete — d. h. der Schnittpunkt zwischen Angebots- und Nachfragekurve ergebe den Zinsfuß. Aber diese abstrakte theoretische Vorstellung ist nicht geeignet, Sachverhalte der Wirklichkeit befriedigend zu erfassen: bei jeder Veränderung des Angebotes an Geld, bzw. der Nachfrage nach Effekten, ist die Börsensituation als solche geändert, besteht für jeden, der aus Spekulation Gewinn

284) Keynes, a. a. O. S. 166, 2. Absatz.

ziehen will, die Notwendigkeit, sich neu zu orientieren, die veränderte tatsächliche Situation neu abzuschätzen und eine neue Urteilsbildung vorzunehmen.

Die absolute Höhe des Zinsfußes an sich ist niemals geeignet, eine Entscheidung des Spekulanten für die Liquidität oder für die Illiquidität auszulösen: kein noch so hoher Zinsfuß wird das spekulierende Wirtschaftssubjekt zur Aufgabe der Liquidität veranlassen, kein noch so niedriger Zinsfuß zur Abstoßung seiner Effekten und zur Liquidhaltung entsprechender Geldmittel — wenn nicht erwartet wird, die Zukunft werde einen Umschlag in der bisherigen Entwicklung des Zinsfußes bringen.

Wenn z. B. R. F. Harrod interpretiert: „The less the amount of money available, the higher the rate of interest will have to be . . . . . , because . . . . the higher the present rate the less probability is there of depreciation . . . .“[285]) — also: je höher der Zinsfuß, desto weniger Aussicht für eine nochmalige Zinssteigerung — dann mag dies insoweit richtig sein, daß ein höherer Zinsfuß leichter Hausse-Positionen veranlassen kann, weil der hohe Zinsfuß die Erwartung aufkommen lassen kann, es werde ein Umschlag in der Entwicklung eintreten. Gekauft wird aber dann nicht, weil der Zinsfuß hoch ist, sondern weil die Erwartung einer Zinssenkung besteht. Wenn der Zinsfuß sich entscheidend verändert, werden geänderte Erwartungen bestehen. Die grundsätzliche Vorstellung einer Kurve der spekulativen Liquiditätsvorliebe kann also nicht aufrechterhalten werden; wir werden im folgenden sehen, daß grundsätzliche Lehrstücke der Keynes'schen Theorie, wie die Abhängigkeit der Zinshöhe von der für die Zwecke der spekulativen Liquiditätsvorliebe verfügbaren Geldmenge[286]), der zinssenkende Einfluß von Geldvermehrungen infolge der Vermehrung dieser Art für die spekulative Liquiditätsvorliebe verfügbaren Geldmenge[287]) von ihrer strengen Gesetzmäßigkeit und Allgemeingültigkeit verlieren, weil die tragende Grundvorstellung einer K u r v e der Liquiditätsvorliebe L_2 anfechtbar ist.

Nach dieser Erörterung und immanenten Kritik der von Keynes angegebenen Beweggründe, die eine Nachfrage nach Bargeld auslösen, ist es angebracht, auf Sinngehalt und Eigenart der neuen „Grundgleichung“ der Gesamtgeldmenge, die Keynes formuliert, einzugehen.

Keynes stellt die Gleichung auf:

$$M = M_1 + M_2 = L_1 (Y) + L_2 (r)$$ [288]).

Diese Formulierung besagt, in Worte übersetzt, nichts anderes, als daß die Gesamtgeldmenge gleich ist der Gesamtheit aller individuellen Kassenbestände, die aus irgendeinem der drei in Frage kommenden Beweggründe angelegt werden. Zinsfuß und Einkommen sind diejenigen Faktoren, die „bewirken“, daß gerade diese und keine anderen, höheren oder geringeren, Kassenbestände „gehalten“ werden.

Eine Berechtigung für dieses Verfahren, die gesamte Geldmenge als Summation der Gesamtheit aller einzelnen Kassenbestände zu erfassen, leitet Keynes jedenfalls daraus ab, daß jede Geldeinheit eine bestimmte Ruhe-

---

285) R. F. Harrod, a. a. O. S. 78 (unten), 79 (oben).
286) vgl. II. Kapitel, 1. Abschnitt.
287) vgl. II. Kapitel, 4. Abschnitt.
288) Keynes, a. a. O. S. 167 (unten).

zeit hat, während der sie „Kassenbestand" ist: die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes ist nicht unendlich, was eben bedeutet, daß jede Geldmenge, sobald sie einer Wirtschaftseinheit zuströmt, hier eine bestimmte Zeitspanne verbleibt und erst nach einem Zeitintervall diese „Station" wieder vollständig verlassen hat.

Aus dem Stromkreis des Geldes wird also mit diesem Verfahren gedanklich ein geringer Zeitabschnitt herausgegriffen, während dessen die gesamte Geldmenge in irgendwelchen Kassen ruht. Der Umlauf der Geldmenge wird in einer „Momentaufnahme"[289]) photographiert; das „Bild" zeigt dann die Bewegung erstarrt.

Nicht erfaßt werden kann in dieser Momentaufnahme, wie lange die jeweilige Ruhezeit des Geldes dauert, welche gesamtwirtschaftliche Bedeutung dem Kassenbestand zukommt, welchen periodischen Veränderungen ein bestimmter Kassenbestand während eines bestimmten Zeitraumes unterworfen ist (z. B. der Kassenbestand, der aus dem „Einkommensmotiv" gehalten wird[290]) und der am Anfang der Einkommensperioden sein Maximum, am Ende der Einkommensperioden sein Minimum erreicht).

Die gesamte Geldmenge erscheint also als Kassenbestand, als „Hort". Damit enthüllt sich der Doppelsinn des Begriffes „Hort" und der Begriffe „Hortneigung" bzw. „Liquiditätsvorliebe", den zu erkennen für die Beurteilung der Keynes'schen Zinstheorie von Wichtigkeit ist.

Einmal ist j e d e Geldmenge ein Hort, denn, da die Umlaufsgeschwindigkeit nicht eine unendlich große ist, bildet jede Geldmenge mehr oder minder vorübergehend einen Kassenbestand. Dieser Begriff des „Hortens" hat mit dem sonst in der Literatur gebräuchlichen Begriff des Hortens als eines individuellen Sparens und Nicht-Investierens nichts zu tun[291]). „Solange wir unter „Hortung" den tatsächlichen Besitz von Bargeld verstehen, kann sich der tatsächlich gehortete Betrag unmöglich als eine Folge von Entscheidungen des Publikums ändern. Denn der gehortete Betrag muß gleich der Geldmenge sein (oder nach gewissen Definitionen — der Geldmenge abzüglich dessen, was zur Befriedigung des Umsatzmotives benötigt wird[292]); und die Geldmenge wird nicht vom Publikum bestimmt"[293]).

Den Sinngehalt dieses Begriffes der Hortung, hinsichtlich dessen Marshall und der älteren Cambridger Schule die „Verbal-Vaterschaft" zukomme, kennzeichnet ein Autor folgendermaßen[294]):

„Was nun das H o a r d i n g a n s i c h[295]) anlangt, bedeutet es . . . . gemäß Robertson die Vermehrung der Geldvorräte, und Keynes nimmt in seinem zinstheoretischen Werke im Grunde genommen denselben Standpunkt ein, indem er hervorhebt, daß hoarding der Geldmenge gleich sei[296]).

289) Diese Metapher für die Keynes'sche „Liquiditätsgleichung" des Geldes gebraucht A. Boér: Kapitaltheorie und Kapitalbildung, in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 147, H. 1, S. 28—54; S. 42.
290) vgl. oben S. 65.
291) vgl. die S. 65/66 gebrachten Einwendungen gegen den Begriff „Liquiditätsvorliebe" aus dem Umsatzmotiv!
292) vgl. S. 81.
293) Keynes, a. a. O. S. 146 (letzter Abschnitt).
294) A. Boér, a. a. O. S. 41/42.
295) Sperrung bei Boér!
296) Boér verweist auf die eben zitierte Stelle aus der Allgemeinen Theorie.

Geldtheoretisch kann die Indentifizierung des hoarding mit der Gesamtgeldmenge zweifelsohne als ein interessanter Versuch bezeichnet werden .... Das ist aber nichts anderes als eine Momentaufnahme aller Arten des Geldes, also sowohl vom Bargeld, als auch vom Kreditgeld[297]), vorausgesetzt, daß wir nicht die Hypothese der reinen Kreditwirtschaft anwenden. In dieser Momentaufnahme kommt die Nachwirkung der ursprünglichen Güterfondsvorstellung zum Ausdruck[297]). Damit wird nämlich der Faktor der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes eigentlich ausgeschaltet, denn in einem gegebenen Augenblick kann die Umlaufsgeschwindigkeit entweder als unendlich klein oder nur als unendlich groß angenommen werden. Im letzteren Falle würde die Geldmenge unterwegs erfaßt, wie sie von Hand zu Hand strömt, während im ersteren Falle die Geldmenge in ruhendem Zustand als Geldvorrat betrachtet wird. Es ist klar, daß die hoarding-Theorie, die auf einer Momentaufnahme beruht, die Hypothese der unendlich kleinen Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes anwendet und mithin die Geldvorräte erfaßt"[297]) [298]).

Der Begriff des Hortens, bzw. der Liquiditätsvorliebe hat aber noch einen anderen Sinn: die Bevorzugung von liquidem Bargeld gegenüber dem Besitz von Anlagewerten: hier zeigt sich die Verwandtschaft mit dem gebräuchlichen Begriff des Hortens: es handelt sich um Geldbestände, die nicht einkommenschaffend zirkulieren.

Wie wir im nächsten Kapitel sehen werden, schreibt Keynes dem Zinsfuß die Funktion zu, die tatsächlich angelegten „Horte" auf die für Horte verfügbare Geldmenge zu beschränken[299]). „Hort" hat hier den eingeschränkteren funktionellen Sinn: die für Horte verfügbare Geldmenge ist nicht die Gesamtgeldmenge, sondern die Gesamtgeldmenge minus der aktiven, Einkommen schaffenden und Umsätze durchführenden Geldmenge. Zur Begründung der These, daß eine bestimmte abgegrenzte Geldmenge für diese Hortbildung (im engeren Sinne des Wortes) zur Verfügung stehe, wird aber auf die Feststellung zurückgegriffen, daß die gesamte Hortung (also im weiteren Sinne des Wortes) gleich der Gesamtgeldmenge sein müsse, deren Quantum der Willkür des Publikums entzogen sei. Diese Argumentation zeigt sich in dem oben angeführten Satz[300]) aus der Allgemeinen Theorie: „Solange wir unter „Hortung" den tatsächlichen Besitz von Bargeld verstehen, kann sich der tatsächlich gehortete Betrag unmöglich als eine Folge von Entscheidungen des Publikums ändern. Denn der gehortete Betrag muß gleich der Geldmenge sein (oder nach gewissen Definitionen — der Geldmenge abzüglich dessen, was zur Befriedigung des Umsatzmotivs benötigt wird); und die Geldmenge wird nicht vom Publikum bestimmt"[301]). Jedoch wird die Behauptung, die für „Horte" (im engeren Sinn des Wortes) verfügbare Geldmenge liege in ihrem quantitativen Ausmaß fest, durch

297) Sperrung bei Boér!
298) A. Boér, a. a. O. S. 41/42.
299) vgl. Keynes, a. a. O. S. 146 unten; vgl. auch das II. Kap. der Arbeit, 1. Abschnitt.
300) vgl. S. 80.
301 Keynes, a. a. O. S. 146, letzter Absatz.

den Hinweis auf die Tatsache, daß die gesamte Geldmenge eine gegebene sei, in nichts bewiesen.

In den, die Allgemeine Theorie kommentierenden Ausführungen A. P. Lerners zum Problem des Hortens wird ohne weiteres die eine Variante des Begriffes „Hort“ — Hort = jeder Kassenbestand überhaupt — für die andere — Hort = ein bestimmter, funktionell abgegrenzter Teil der Gesamtgeldmenge — substituiert.

A. P. Lerner sagt: „Der einzelne Mensch, der nur einen Teil seiner Ersparnisse investiert, behält den Rest in der Kasse. Seine Barmittel haben zugenommen und gerade in dieser Zunahme besteht[302]) das Horten. Wer immer innerhalb einer gewissen Zeit mehr spart als investiert, vermehrt seine Barschaft um den Unterschied. Wer in einem bestimmten Zeitraum seine Barmittel vermehrt, muß in dieser Zeit gerade um diese Summe mehr gespart als investiert haben. Die Frage: „Kann die Gesellschaft horten?“ bedeutet also nichts anderes als: „Kann die Gesellschaft ihre Barmittel vermehren?“ Dies hängt davon ab, ob während des untersuchten Zeitraums die für das Geldwesen verantwortliche Behörde die umlaufende Geldmenge vermehrt hat oder nicht. Wenn diese Behörde die Geldmenge nicht erhöht, kann die Gesellschaft nicht horten. Wenn wirklich einzelne Personen zu horten beginnen, müssen andere dafür dieselbe Summe enthorten; denn solange die Menge des umlaufenden Geldes unverändert bleibt, kann niemand seine Barschaft vermehren, ohne daß ein anderer die Seine entsprechend vermindert . . . . Es hat gewiß einen Sinn, von den deflationistischen Wirkungen des Hortens zu sprechen. Gebraucht man das Wort „Horten“ in dem von uns verwendeten Sinne, so daß es ein Uebergewicht des Sparkapitals gegenüber dem investierten Kapital bezeichnet, so sollte man von den deflationistischen Wirkungen des „Versuches zu horten“ sprechen. Diese Wirkungen sind äußerst wichtig. Sie umfassen einen Rückgang der Preise, der Gewinne, des Beschäftigungsgrades, der Einkommen, des allgemeinen Wohlstandes und dieser damit zusammenhängender Faktoren, nicht dagegen eine vermehrte Hortungstätigkeit — in dem genaueren Sinn der Rücklage verfügbarer Gelder — es sei denn, daß die Menge des umlaufenden Geldes vermehrt wurde“[303]). Diese Feststellung Lerners, die „Gesellschaft könne nur dann „horten“, wenn die Gesamtgeldmenge vermehrt werde, ist richtig, sofern der Begriff „Hort“ alle Kassenbestände ohne nähere funktionelle Qualifikation umfassen soll. Worin aber soll der Beweis dafür liegen, daß die Vermehrung eines individuellen Hortes im Sinne der Bildung nicht investierter Ersparnisse gerade eine Verminderung anderer individuellen Horte in diesem engeren Sinn auslöst? In der Regel wird die durch die primäre Bildung individueller Horte (im engeren Sinn) induzierte Verminderung anderer Kassenbestände solche Kassenbestände betreffen, die aus dem Einkommens- oder dem Umsatzmotiv gebildet sind. Und dann kann auch für die Wirtschaftsgesamtheit ausgesagt werden, die tatsächliche Hortmenge, die Menge ersparter und nicht investierter Gelder, habe zugenommen[304]), auf Kosten der „aktiven“ Geldmenge.

---

302) Sperrung bei A. P. Lerner!

303) A. P. Lerner, a. a. O. S. 1110/1111.

304) vgl. dazu die Kritik der Keynes'schen These von der ständigen Uebereinstimmung zwischen Ersparnis und Investition, I. Teil, 2. Kap. (3), S. 50, F. 170.

Auf den Doppelsinn des Begriffes „Hortung" und damit die Gefährlichkeit dieser Terminologie weist der in diesem Zusammenhang schon mehrmals angeführte Autor hin: „Aber Robertson und Keynes begnügen sich nicht damit (d. h. mit der Aufstellung des neuen Hortbegriffes im Sinne der Gesamtheit aller Kassenbestände, D. V.), sondern sie wollen gleichzeitig auch eine zweite Expropriation durchführen, indem sie für ihren neuen hoarding-Begriff auch seine alte Bedeutung, das Thesaurieren, zumindest virtuell beibehalten. Der hoarding-Begriff der Cambridger Schule hat daher im Endergebnis einen doppelten Sinn: theoretisch kommt er der „Kapitaleinlegung" bei den Banken, dynamisch aber dem virtuellen Thesaurieren gleich[305]). Die theoretische Seite des hoarding ist, dies sei wiederholt zugegeben, sicherlich unanfechtbar, aber der wirtschaftspolitische Pferdefuß macht sich doch allzusehr bemerkbar"[306]).

II. Kapitel: Die Herausbildung des Zinspreises nach der Keynes'schen Theorie.

1. Darstellung der direkt zinsbestimmenden Faktoren.

Im Vorhergehenden stand zur Erörterung Inhalt und Wesen des grundlegenden Begriffes der Keynes'schen Zinstheorie, der Liquiditätsvorliebe und ihrer einzelnen Unterarten. Gegenstand dieses Kapitels soll sein, darzulegen und zu überprüfen, in welcher konkreten Art und Weise Keynes die zinsbestimmenden Faktoren Liquiditiätsvorliebe und Geldmenge zusammenwirken läßt zur Bestimmung der konkreten Zinshöhe.

Keynes spaltet — wie sich oben ergab — die gesamte Liquiditätsvorliebe in zwei Abteilungen, L_1 und L_2, und ebenso die globale Geldmenge in die entsprechenden zugehörigen Abteilungen, M_1 und M_2. Aus der Wechselwirkung zwischen M_2 und L_2 wird die Zinshöhe abgeleitet: M_2 und L_2 sind die direkt zinsbestimmenden Faktoren: „Wir wollen annehmen, daß die Vorliebe für Liquidität aus dem Umsatz- und Vorsichtsmotiv eine Menge Bargeld absorbiert, die sich gegenüber Aenderungen im Zinsfuß an sich, von seinen Rückwirkungen auf das Niveau des Einkommens abgesehen, nicht sehr empfindlich verhält, so daß die gesamte Geldmenge abzüglich dieser Menge, für die Befriedigung der Vorliebe für Liquidität aus dem Spekulationsmotiv verfügbar ist. Der Zinsfuß und der Preis der Schuldscheine werden dann auf dem Niveau festgesetzt werden müssen, auf dem das Verlangen Einzelner nach dem Besitz von Bargeld . . . . genau gleich der Summe Bargeld ist, die für das Spekulationsmotiv verfügbar ist"[307]). An anderer Stelle spricht Keynes davon, daß „in einem gegebenen Zustand der Erwartung in der Meinung der Bevölkerung eine

305) Sperrung bei A. Boér!
306) A. Boér, a. a. O. S. 42.

gewisse Bereitschaft zum Besitz von Bargeld besteht, über die Menge hinaus, die für das Umsatz- oder Vorsichtsmotiv erforderlich ist, und die sich zu tatsächlichen Barbeständen in einem Grade verwirklichen wird, der von den Bedingungen abhängt, zu denen die Währungsbehörde gewillt ist, Bargeld zu schaffen. Es ist diese Bereitschaft, die in der Funktion der Liquidität L_2 zusammengefaßt ist. In Uebereinstimmung mit der durch die Währungsbehörde geschaffenen Geldmenge wird es daher, unter sonst gleichen Bedingungen, einen bestimmten Zinsfuß geben" [308]).

Noch deutlicher kommt die funktionelle Trennung zwischen L_2 und M_2 einerseits, als den direkt zinsbestimmenden Faktoren, und L_1 und M_1 andererseits, als jene Faktoren, die für den Zins nur mittelbar von Bedeutung sind, indem sie bestimmen, wieviel von einer gegebenen Gesamtgeldmenge zur Befriedigung von L_2 als M_2 übrig bleibt, zum Ausdruck in dem wiederholt herangezogenen Kommentar, den Keynes seiner Allgemeinen Theorie nachfolgen ließ: „The rate of interest obviously measures — just as the books on arithmetic say it does — the premium which has to be offered to induce people to hold their wealth in some form other than hoarded money. The quantity of money and the amount of it required in the active circulation for the transaction of current business (mainly depending on the level of money income) determine how much is available for inactive balances, i. e. for hoards. The rate of interest is the factor which adjusts at the margin the demand for hoards to the supply of hoards" [309]).

R. F. Harrod stellt den Grundgedanken der Liquiditätstheorie des Zinsfußes folgendermaßen dar: „. . . . according to the liquidity preference equation, the rate of interest is determined by the desire of people for liquid reserves and the quantity of money available for that purpose. The quantity of money available for that purpose is equal to the total quantity of money in existence less that required for active trade" [310]). Der angeführte Autor bemerkt zwar, daß die Keynes'sche Liquiditätsgleichung in der Allgemeinen Theorie die gesamte Liquiditiätsvorliebe, also auch die Liquiditätsvorliebe L_1, umfasse und diese globale Liquiditätsvorliebe dann auch der Gesamtgeldmenge gegenübergestellt werde, daß jedoch die Isolierung der Liquiditätsvorliebe L_2 und ihre Gegenüberstellung zur Geldmenge M_2 nur „an expository device" darstelle und keine „departure from Mr. Keynes' essential doctrines" [311]). Aus den vorhin angeführten Zitaten aus der Allgemeinen Theorie, jedoch, erhellt zur Genüge, daß Keynes schon in der Allgemeinen Theorie die Bestimmung des Zinsfußes primär von der Liquiditätsvorliebe L_2 und der entsprechenden Geldmenge M_2 abhängen läßt, was in dem angeführten Kommentar zu seiner eigenen Theorie ganz deutlich herausgestellt wird [312]).

---

307) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 143 (unten), 144 (oben).

308) Keynes, a. a. O. S. 172; im Original S. 205 (oben).

309) Keynes, The General Theory of Employment, in Quarterly Jl. a. a. O. S. 216/217.

310) R. F. Harrod, a. a. O. S. 83.

311) Derselbe a. a. O. S. 83, Anm. 1.

312) Die erwähnte Keynes'sche Abhandlung über seine Allgemeine Theorie erschien erst Februar 1937, die Abhandlung Harrods dagegen Januar 1937, also schon vorher. Daraus erklärt sich, daß Harrod die Abspaltung von M_2 und L_2 als eine, wenn auch sinngemäße, so doch immerhin terminologisch von K. abweichende „re-definition of terms" erachtet.

Nun liegt aber der Einwand nahe: der Zinsfuß soll bestimmt werden durch die Liquiditätsvorliebe L_2 und die für diese Liquiditätsvorliebe zur Verfügung stehende Geldmenge M_2; dieser Geldbetrag soll der Residualbetrag sein, der von der Gesamtgeldmenge verbleibt nach Abzug der für die aktive Zirkulation erforderlichen Geldmenge, (jener Geldmenge, die Produktion, Umsatz und Einkommen bewerkstelligt und demgemäß mehr oder minder proportional mit der Höhe der Produktion, des Umsatzes und des Einkommens variiert); Einkommen hängt — nach Keynes — aber von der Menge der Neuinvestition ab, und damit zum Teil vom Zinsfuß: dieser Residualbetrag M_2 ist solange unbestimmt, als der Zinsfuß und damit die Investition unbekannt ist; mit anderen Worten: die Geldmenge M_2, die der eine zinsbestimmende Faktor sein soll, hängt zum Teil vom Zinsfuß ab; ist diese Situation nicht durchaus analog dem Dilemma, in dem sich nach Keynes die alte klassische Zinstheorie befinden soll? [313]) Man könnte sagen: ehe nicht der Zinsfuß bekannt ist, ist auch der Geldbetrag M_2 unbekannt und folglich kann auch der Zinsfuß nicht abgeleitet werden aus dem Schnittpunkt des Angebotes an M_2 und der Nachfrage nach M_2; eine Aussage über den einen zinsbestimmenden Faktor, Restbetrag M_2, setzt schon die Kenntnis des Einkommens, der Investition und damit des Zinsfußes voraus, also die Kenntnis desjenigen, was erst bestimmt werden soll. Ein Autor, der die Keynes'sche Theorie einer Analyse unterzieht, die noch nicht den methodischen Kunstgriff der Trennung der Gesamtgeldmenge in M_1 und M_2 verwendet, kommt ganz folgerichtig zu dem Schluß, daß, je höher das Einkommen, umso höher die Liquiditätsvorliebe, d. h. Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatz- und dem Vorsichtsmotiv: „Mr. Keynes relies for a solution on his scale of liquidity-preference and the quantity of money provided by the banking system. But is this really anymore satisfactory an answer than that offered by the classical economists? For *liquidity-preference itself varies with income* [319]). . . . . In brief, Mr. Keynes' scale of liquidity-preference *is no more independent of the level of income than is the volume of saving*" [314]) [315]).

Die aufgezeigte Problematik löst R. F. Harrod auf mit dem Hinweis, daß es sich um eine allgemeine Interdependenz handle und nicht um einen Zirkelschluß. Keynes selbst scheint die seiner Theorie immanente Problematik nicht erkannt zu haben, wenigstens nimmt er niemals Stellung dazu: seine Formulierungen wecken den Eindruck, er erachte den in der sog. aktiven Zirkulation (für die Befriedigung der Liquiditätsvorliebe L_1) absorbierten Betrag als relativ feststehend. Allerdings räumt Keynes ein, daß der Zinsfuß über das Niveau des Einkommens Rückwirkungen auf die Liquiditätsvorliebe L_1 und damit auf die Geldmenge M_1 hat, aber diese Rückwirkungen werden zweifelsohne als entfernt, sekundär und erst nach einem bestimmten Zeitintervall relevant betrachtet [316]) — die genaue Art und Weise dieser von Keynes angenommenen Fernwirkung werden wir in den nächsten Abschnitten kennen lernen. Auf jeden Fall aber hat Keynes verab-

313) vgl. den I. Teil der Arbeit, II. Kap. (1.)
314) Kursiv bei Ellsworth, a. a. O.
315) Ellsworth, a. a. O. S. 770/771. vgl. auch zur Frage der Interdependenz der bestimmenden Faktoren der Zinshöhe W. B. Reddaway, a. a. O. S. 34.
316) vgl. Allg. Theorie, S. 143/144.

säumt, die allgemeine Interdependenz, die aus der Tatsache der Abhängigkeit des Zinsfußes von M_2 und L_2 hervorgeht, als solche klar herauszustellen; zur Erläuterung des Sachverhaltes sei Harrod zitiert: „The amount of investment depends on the marginal productivity of capital and the rate of interest. The level of income and activity is related to the amount of investment by the multiplier, that is by the marginal propensity to consume, the price level is related to the level of activity by the marginal money cost of production (which depends on the amount of activity undertaken), the amount of money absorbed in active trade depends on the volume of trade and the price level, the amount of money available for liquid reserves is equal to the total amount of money in the system less that required for active trade, and the rate of interest depends on the amount of money available for liquid reserves and the liquidity preference schedule“ [317] [318]). „The level of activity will be such that so much money in absorbed in active trate that the amount left over enables interest to stand at a rate consistent with that level of activity“ [319]).

Die Abhängigkeit der Geldmenge M_2 von der Höhe des Zinsfußes eröffnet nicht nur den systematisch-methodisch interessanten Aspekt der „mutual interdependency of the whole system“ [320]); die ablehnende Stellungsnahme Keynes' zur alten klassischen Theorie scheint in ein neues Licht zu rücken: der Residualbetrag M_2 hängt davon ab, wieviel Geld für Geschäfts-, Umsatz- und Einkommenszwecke beansprucht wird und dieser Subtrahend wird umso größer sein, je höher das Einkommen, je höher die Neuinvestition ist; die Investition aber hängt ab einerseits vom Zinsfuß, andererseits von der Grenzproduktivität des Kapitals, bzw. der Nachfragekurve des Kapitals. Wäre damit nicht die Nachfragekurve des Kapitals in ihrer Wirksamkeit für die Bestimmung der Zinshöhe indirekt wieder eingeschaltet? D. H. Robertson kommt zu diesem Resultat: „The actual rate of interest depends on three things: the amount of money which people wish to hold for "transaction etc.“ purposes, the total amount of money which the monetary authority permits to exist and the nature of the schedule of "liquidity preference proper“. It seems clear that, as thus developed, Mr. Keynes' theory is simply readmitting by a back door the influence on the rate of interest of that factor, namely the shape and height of the productivity curve of funds devoted to investment uses, which in its cruder formulation is set out to exclude“ [321]).

Es muß anerkannt werden, daß in dem Keynes'schen System, in seiner allgemeinen (eben dargestellten) Interdependenz, ein gewisser zinsbestimmender Einfluß der Kurve der Grenzproduktivität des Kapitals enthalten ist. Jedoch: nach der klassischen These steigert eine Erhöhung der Grenzproduktivität des Kapitals den Zinsfuß deshalb, weil die investitive Kapitalnachfrage der Unternehmer um den verfügbaren Kapitalbestand konkurriert und nach den Gesetzen der Preisbildung das Kapital den rentabelsten Verwendungen zugeteilt wird, die Erhöhung des Zinsfußes die minder ren-

317) Harrod a. a. O. S. 83/84.

318) Ein Eingehen auf die Bestimmung des Preisniveaus durch die Grenzkosten der Erzeugung erübrigt sich, da wir es mit dem K.'schen Gesamtsystem nur insoweit zu tun haben, als für die Beurteilung der Zinstheorie relevant ist.

319) Harrod, a. a. O. S. 83.

320) derselbe, a. a. O. S. 83.

321) D. H. Robertson, Some notes usw., a. a. O. S. 182.

tablen ausschaltet. Bei Keynes handelt es sich darum, daß erhöhte Grenzproduktivität zu Vermehrung des Volumens der Investitionen und Vermehrung der Gesamtproduktion, damit zu Erhöhung des Geldbedarfes der aktiven Zirkulation führt, und den Zinsfuß ceteris paribus steigern kann (nicht muß — vgl. den 4. Abschnitt dieses Kapitels!), weil die für Horte verfügbare Geldmenge, der Residualbetrag M_2, vermindert ist.

Keynes hat recht, wenn er gegenüber D. H. Robertson betont, es handle sich hier um einen grundsätzlich anderen Sachverhalt, als bei der klassischen Theorie[322]). Wenn und soweit die Kurve der Grenzproduktivität des Kapitals in dem Keynes'schen Schema irgendeinen Einfluß auf die Höhe des Zinsfußes hat, liegt ein indirekter Einfluß vor, der ganz andere Ursachen, eine ganz andere Wirkungsweise hat und in anderen Bahnen verläuft, als die klassische Theorie postuliert hatte[323]).

Es kann also insoweit nicht gesagt werden, daß die Einräumung (sie muß allerdings in stärkerem Grade gemacht werden als Keynes sie macht, indem er nur von einer „Rückwirkung" spricht.), die Nachfragekurve des Kapitals habe einen Einfluß auf den Zinsfuß über die Kette Investitionsvolumen — Einkommen — aktiver Geldbedarf — für Horte verfügbare Geldmenge, die vorher abgelehnte klassische Theorie wieder hervorhole. Keynes geht ja nicht darauf aus, zu beweisen, daß ein Einfluß der Nachfragekurve des Kapitals an sich auf den Zinsfuß überhaupt unmöglich sei, sondern er will beweisen, daß der Einfluß, den die klassische Theorie der Nachfragekurve des Kapitals zusprach, als solcher in dieser Gestalt nicht anerkant werden kann; und in dem neuen Gesamtsystem Keynes' werden alle Faktoren, und damit auch die alte Nachfragekurve des Kapitals, in einer neuen Rangordnung gruppiert.

2. Ueberprüfung der Einspielung des Marktzinsfußes bei einer Erhöhung der Liquiditätsvorliebe.

Wir wollen auf einen Zustand des Keynes'schen Gleichgewichts von Einkommen, Beschäftigung, Verbrauchsneigung, Investitionsveranlassung, Zins und Geldmenge eine Veränderung eines der — nach der Keynes'schen Theorie — relevanten Faktoren treffen lassen. Zur Diskussion steht, ob die durch die Primärveränderung ausgelösten Sekundärveränderungen, die Keynes ausdrücklich oder stillschweigend annimmt[324]), als solche denkmöglich und frei von immanenten, logisch-theoretischen Widersprüchen und, gemäß der

---

322) Keynes, The General Theory of Employment, a. a. O. S. 210. „I fully agree with the important point he (— Robertson, D. V.) makes that the increased demand for money resulting from an increase in activity has a backwash which tends to raise the rate of interest; and this is, indeed, a significant element in my theory . . . . But this is essentially a part of the liquidity theory of the rate of interest, and not the "orthodox" theory".

323) Auf die Verschiedenheit der Stellung, die die Nachfragekurve des Kapitals in der klassischen Theorie einerseits und in der von Keynes andererseits einnimmt, weist P. Bauer (Die Allgemeine Theorie von Keynes und ihre Kritiker, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 99—106; hin.

324) Keynes diskutiert niemals ausdrücklich und systematisch, was sich ergibt, wenn dieser oder jener Faktor sich verändert. Die Keynes'sche Theorie nach dem Verfahren der Variation der verschiedenen Faktoren zu untersuchen, dient hier als technisches Hilfsmittel.

Wirklichkeit, wahrscheinlich sind. Die erste Veränderung, deren Wirkungen untersucht werden sollen, ist eine Erhöhung der Liquiditätsvorliebe. Wie wir gesehen haben, nimmt Keynes als die zinsbestimmende und zu Veränderungen primärer Art geneigte Liquiditätsvorliebe diejenige aus dem Spekulationsmotiv an; im folgenden soll darum unterstellt werden, daß es sich um diese Liquiditätsvorliebe handelt.

Bemerkt sei, daß Keynes bei der Darstellung der Wirkungen einer erhöhten Liquiditätsvorliebe in dem Kommentar zu seinem Werk [325]) nicht ausdrücklich sagt, es handle sich um die spekulative Liquiditätsvorliebe, und Formulierungen gebraucht, die darauf schließen lassen könnten, es werde auf die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv abgestellt, oder wenigstens diese eingeschlossen [326]).

An dem grundlegenden Begriff der Liquiditätsvorliebe L_2 selbst sei in diesem Zusammenhang nicht mehr Kritik geübt.

Ob ein spontanes, primäres Steigen der genannten Liquiditätsvorliebe wahrscheinlich ist, dieses Phänomen nicht vielmehr angesehen werden muß als Wirkung einer weiter zurückliegenden Ursache, bleibe in diesem Zusammenhang dahingestellt. Zu der Frage, ob die Veränderung der Liquiditätsvorliebe überhaupt isoliert werden kann — ob nicht die Veränderung der Liquiditätsvorliebe die Geldmenge in Mitleidenschaft zieht — wird im Verlaufe dieses Abschnittes Stellung genommen.

„Alles, was die Publikumsneigung zur Hortung erreichen kann, ist, den Zinsfuß zu bestimmen, bei dem das Verlangen zu horten gleich dem verfügbaren Bargeld wird“ [327]). „It is precisely because the facilities for hoarding are strictly limited that liquidity preference mainly operates by increasing the rate of interest . . . .; it is the *marginal* [328]) potential hoarder who has to be satisfied by the rate of interest, so as to bring the desire for actual hoards within the narrow limits of the cash available for hoarding. When, as happens in a crisis, liquidity-preferences are sharply raised, this shows itself not so much in increased hoards — for there is little, if any, more cash which is hoardable than there was before — as in a sharp rise in the rate of interest, i. e. securities fall in price until those, who would now like to get liquid if they could do so at the previous price, are persuaded to give up the idea as being no longer practicable on reasonable terms. A rise in the rate of interest is a means *alternative* [328]) to an increase of hoards for satisfying an increased liquidity preference“ [329]). „The significance of this characteristic of money has usually been overlooked; and in so far as it has been noticed, the essential nature of the phenomenon has been misdescribed. For what has attracted attention has been the *quantity* [328]) of money which has been hoarded: and importance has been attached to this because it has been supposed to have a direct proportionate effect on the price-level through affecting the velocity of circulation. But the quantity of hoards can only be altered either if the total quantity of money is changed or if the quantity of current money - income (I speak broadly) is changed; whereas fluctuations in the degree of confidence are capable of having quite a different effect, namely in modifying not the amount that is actually hoarded, but the amount of the premium which has

325) Keynes: The General Theory of Employment, Quarterly J. a. a. O.
326) vgl. Fußnote 329.
327) Keynes, Allg. Theorie, S. 146.
328) Kursiv bei Keynes.

to be offerred to induce people not to hoard. And changes in the propensity to hoard, or in the state of liquidity-preference as I have called it, primarily affect not prices, but the rate of interest; any effect on prices being produced by repercussion as an ultimate consequence of a change in the rate of interest“ [330]).

Es fragt sich zunächst, was die Annahme einer Geldmenge M_2, d. h. einer für Horte im engeren Sinn verfügbaren Geldmenge bedeutet. Es ist offenbar jene Geldmenge, die für die Schaffung von Einkommen und die Bewirkung der Umsätze nicht erforderlich ist. Ueber die Stellung dieser Geldmenge in dem wirtschaftlichen Kreislauf, über ihr quantitatives Ausmaß usw., sagt Keynes nichts aus; auch die zahlreichen Keynes-Kommentare nicht. Bei R. F. Harrod findet sich folgende Ausführung: „The residue of money, not required for active circulation, is available for ordinary people who are discouraged by their brokers from immediate investment, and, more important, for firms, who may want cash for capital extensions or similar purposes within six months or a year or two, and are unwilling to hold their reserves in the form of securities to which some risk of depreciation within the described period is attached. Since the amount of money available for liquid reserves is strictly limited and cannot be increased by the mere desire on the part of firms to hold more money than that, the prospective yield of less liquid reserves must be sufficient to confine those who insist on a money reserve to the amount of money available for that purpose“ [331]) [332]).

Wenn bei einem gegebenen Stand des Einkommens, der Beschäftigung und der Umsätze die gesamte Geldmenge größer ist als für die Zwecke des Einkommens und der Umsätze erforderlich wäre, dann muß jene überschüssige Geldmenge irgendwie und irgendwann durch Horten im eigentlichen engeren Sinn des Wortes entstanden sein. Und wenn dieser überschüssige Teil der Gesamtgeldmenge gleich ist der Differenz aus Gesamtgeldmenge minus der für Einkommen und Umsätze erforderlichen Geldmenge, dann muß jedes Sparen, dem keine entsprechende Investition gegenübersteht, den Subtrahenden vermindern, weil insoweit Einkommen sinkt, und damit den überschüssigen Teil der Geldmenge erhöhen. Keynes hat zwar ausdrücklich jede Beziehung zwischen Sparen, dem keine entsprechende Investition gegenübertritt, und der Geldmenge M_2 abgelehnt: „Mr Keynes characterises as a “groundless obsession” the idea that there is any connection between idle money and the process of saving . . .“ [333]). Jedoch müßte eine derartige Beziehung angenommen werden: soweit der Ersparnis eines einzelnen keine entsprechende Investition gegenübertritt (die ersparte Geldsumme weder direkt investiert noch über den Umweg von Effektenkäufen zur Durchführung einer realen neuen Investition herangezogen wird), müßten Einkommen und Umsätze und damit der für diese Zwecke erforderliche Geldbetrag verringert sein.

329) Keynes, The General Theory of Employment, S. 210/211. In dieser Abhandlung finden sich klarere Angaben darüber, wie das Zusammenwirken der einzelnen zinsbestimmenden Faktoren vorzustellen sei. In den folgenden Ausführungen wird diese Abhandlung stärker als die Allgemeine Theorie selbst herangezogen werden.

330) a. a. O. S. 216.

331) Harrod, a. a. O. S. 78.

332) Daß Harrod hier interpretiert, als ob es sich um Veränderung der Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv handle, ist in diesem Zusammenhang gleichgültig.

333) Robertson (Ohlin und Hawtrey): Alternative Theories of the Rate of Interest, a. a. O. S. 434; innerhalb der Anführungszeichen in der wiedergegebenen Stelle ist von R. ein Ausdruck Keynes' zitiert (aus: Keynes, Alternative Theories of the Rate of Interest; auf diese Abhandlung Keynes' sind die Three Rejoinders von Ohlin, Robertson und Hawtrey die Erwiderung.

Unterstellen wir eine bestimmte Sparquote und ein Steigen der spekulativen (oder sonstigen) Liquiditätsvorliebe derart, daß der am Markte bestehende Zinsfuß nicht ausreichend ist, das Hortverlangen zu überwinden, dann besteht kein Hinderungsgrund, warum die Sparsumme nicht im buchstäblichen Sinne des Wortes gehortet werden könnte. Die Aussage, Horten sei schlechthin objektiv und absolut begrenzt durch den für Horte verfügbaren Betrag, kann nicht als richtig anerkannt werden.

Eine vollkommen andere Frage ist, ob nicht die Erhöhung der Liquiditätsvorliebe zu einer Steigerung des Zinsfußes führt und damit, angesichts des gestiegenen Zinsfußes, das Verlangen, Horte anzulegen, weitgehend eingeschränkt wird.

Keynes zielt hier auf folgenden Sachverhalt ab: die Situation ist die, daß eine bestimmte Gruppe von Individuen festverzinsliche Effekten in Händen hält, während andere Gruppen von Individuen in Besitz der geldlichen Liquidität M_2 sind, d. h. in Besitz der für Horte verfügbaren Geldmenge. Die gestiegene Liquiditätsvorliebe wird nun bewirken, daß die Besitzer der Wertpapiere von diesen loskommen wollen; angesichts der gestiegenen Liquiditätsvorliebe wird es nur dann möglich sein, einen Käufer zu finden, der die Liquidität aufgibt, wenn der Preis des umzusetzenden Objektes sinkt, also der Marktzins steigt. Insofern hat die gestiegene Liquiditätsvorliebe die einzige Wirkung, den Zinsfuß zu steigern. Können die Besitzer der festverzinslichen Wertpapiere nur liquid werden, dadurch daß die Besitzer der Geldmenge M_2 ihre Liquidität aufgeben, dann ist eine Vermehrung der tatsächlichen Hortmenge ex definitione ausgeschlossen: es findet dann insoweit nur ein Wechsel im Besitz der Wertpapiere und im Besitz der Liquidität bei gesunkenen Kurswerten statt: die erhöhte Liquiditätsvorliebe ist „befriedigt" durch die gleiche Geldmenge und durch einen gestiegenen Zinsfuß: denn wäre die Liquiditätsvorliebe nicht „befriedigt", dann würde immer noch eine weitere Senkung des Kurses Platz greifen. Die Aussage, daß vermehrtes Hortstreben die aktuelle Hortmenge nicht vermehren kann, ist, unter der Annahme, daß der Umsatz von Wertpapieren immer nur gegen eine gegebene Geldmenge M_2 stattfinden kann, nahezu tautologisch.

Diese Annahme ist aber unbegründet; wenn die gesamte Geldmenge aufgeteilt wird in die aktive (M_1) und die inaktive (M_2) muß eingeräumt werden, daß aus Beträgen des Einkommens oder der Unternehmererlöse, also mit Mitteln der Geldmenge M_1, die gespart oder zurückgelegt werden oder wurden, laufend festverzinsliche Werte erworben werden.

Besteht bei den Besitzern dieser „Liquidität" eine gesteigerte Liquiditätsvorliebe, dann steht nichts im Wege, daß diese Beträge Horte werden. Ist jedoch lediglich die spekulative Liquiditätsvorliebe im engeren Sinn erhöht, dann kann ein Besitzer von Wertpapieren, der bei dem bestehenden Kurs verkaufen will, durch diese aus der Geldmenge M_1 stammenden Beträge liquid werden und die tatsächliche Hortmenge ist insoweit vermehrt: ein „Spekulant", der Wertpapiere besitzt und sie abzustoßen beschließt, kann im Endergebnis (auf dem Weg über Banken usw.) einem Sparer Wertpapiere verkaufen, womit die für Horte „verfügbare" Geldmenge M_2 auf Kosten der Geldmenge M_1 vermehrt ist.

Es müßte angenommen werden, daß jedes Sparen, das zum Kauf eines Wertpapieres führt, die Geldmenge M_2 vermehrt; dann müßte jede Neu-

Emission von Wertpapieren die Geldmenge M_2 vermindern[334]). Als Geldmenge M_2 erscheint dann die insgesamt am Kapital- bzw. Effektenmarkt zirkulierende Geldmenge, die aus Gründen der Liquiditätsvorliebe L_2 in Händen gehalten wird. Jede in Wertpapieren anzulegende Ersparnis des Publikums würde einen Zustrom zur Geldmenge M_2 darstellen, der Erwerb eines neuemittierten Effekts mit Mitteln der Geldmenge M_2 oder der Erwerb „alter" Werte, die ein Sparer abstößt zwecks Aufzehrung seiner Ersparnis, einen Abfluß aus der Geldmenge M_2. Die Geldmenge M_2 bliebe gleich, wenn Zustrom dieser Art und Abfluß sich die Waage halten. Es bestünde mithin keine Notwendigkeit, daß die Geldmenge M_2 gleichbleiben muß, das Gleichbleiben der Geldmenge M_2 erschiene vielmehr als Symptom des Gleichgewichtes zwischen Sparen und Investieren, soweit dieses über den Kapitalmarkt läuft. Wenn ein gegebener Stand des Einkommens und eine gegebene Sparneigung, die sich von Seiten der Sparer zu einer bestimmten Quote auf den Erwerb festverzinslicher Werte erstreckt, vorausgesetzt und ein allenfallsiges Zeitintervall zwischen Beginn der Spartätigkeit und der schließlichen Anlage berücksichtigt wird, müßte die Höhe der Geldmenge M_2 von der Neuinvestition, d. h. der Neuemission abhängen, da der Stromkreis der Geldmenge M_1 unterbrochen erscheint, sobald Geld in der Form von Ersparnissen oder sonstigen Rücklagen auf den Effektenmarkt strömt.

Jede Konstellation am Kapitalmarkt, die geeignet ist, Neuemission zu beschränken oder zu verhindern, also vor allem jede Steigerung des Marktzinsfußes, würde dann uno actu die Geldmenge M_2 vermehren.

Die Steigerung des Marktzinsfußes wird tatsächlich die entscheidende und ausschlaggebende Folge einer erhöhten Liquiditätsvorliebe sein. Aber Keynes' Aussage, daß eine Vermehrung der Hortbestände nicht eintrete und auch nicht eintreten könne, entbehrt — wie eben gezeigt wurde — der Grundlage.

Verfolgen wir die Keynes'sche Argumentation über die weiteren Auswirkungen der erhöhten Liquiditätsvorliebe.

Die Zinssteigerung soll — eine gleichbleibende Grenzproduktivität des Kapitals vorausgesetzt — die Neuinvestition hemmen, einmal durch Verteuerung des Leihkapitales (Neuemissionen wären ja nur zu mindestens dem gestiegenen Marktzinsfuß unterzubringen), sodann durch eine Entwertung vorhandener Realkapitalbestände (da die voraussichtlichen Erträge dieser Realkapitalbestände nun zu einem höheren Zinsfuß kapitalisiert werden müssen, was einen geringeren, als den ursprünglichen Kapitalwert ergibt[335])), bzw. deren Repräsentanten an der Börse, der Aktien usw. . . „The owner of wealth who has been induced not to hold his wealth in the shape of hoarded money, still has two alternatives between which to choose. He can lend

334) vgl. in diesem Zusammenhang den letzten Abschnitt dieses Kapitels, wo von den, der Annahme einer Geldmenge M_2 zugrundeliegenden Vorstellungen Keynes' die Rede ist. — Die obigen Ausführungen bezwecken lediglich, darzulegen, wie — wenn das Verfahren, eine gegebene Gesamtgeldmenge in die genannten zwei Abteilungen zu zerlegen, vorläufig als zulässig unterstellt wird — das Verhältnis zwischen den beiden Abteilungen der Geldmenge zu denken wäre. Es könnte ja schlechterdings nicht angenommen werden, daß die beiden Abteilungen „wasserdicht" getrennt seien — daß die konkrete Geldmenge, die zur Geldmenge M_1 gehörte, niemals später zur Geldmenge M_2 gehören könnte (und umgekehrt).

335) Zur Frage der Kapitalisierung der Ertragserwartungen, zur Herausbildung des Kapitalwertes vgl. G. Myrdal, a. a. O. S. 396 ff.

his money at the current rate of money interest or he can purchase some kind of capital asset. Clearly in equilibrium these two alternatives must offer an equal advantage to the marginal investor in each of them. This is brought about by shifts in the money-price of capital assets relative to the price of money-loans. The prices of capital assets move until, having regard to their prospective yields . . . . they offer an equal apparent advantage to the marginal investor, who is wavering between one kind of investment and another.

This, then is the first repercussion of the rate of interest . . . . . . on the prices of capital assets. Capital-assets are capable, in general, of being newly produced. The scale on which they are produced depends, of course, on the relation between their costs of production and the prices which they are expected to realize in the market. Thus if the level of the rate of interest taken in conjunction with opinions about their prospective yield . . . . reduce the prices of capital-assets, the volume of investment will be diminished“ 336).

Offenbar hat Keynes die Abhängigkeit der Investitionsvornahme von dem Marktsatz zu hoch veranschlagt: die Abhängigkeit ist keine unbedingte mit Rücksicht darauf, daß nicht jedes investitive Kreditbegehren auf Kapitalmarktmittel angewiesen ist und der Preis für einen Bankkredit von dem Steigen des Zinsfußes unberührt bleibt, und ebenso mit Rücksicht darauf, daß die Investitions- und Unternehmungslust auch einer Unternehmung, deren Kapitalbestände einer börsenmäßigen Bewertung unterliegen, eher ausgerichtet ist nach dem allgemeinen Geschäftsgang, als nach der marktmäßigen Notierung ihrer Werte 337).

Hier sei von solchen Erwägungen abgesehen: es interessiert hier ein anderer Sachverhalt: das Steigen des Zinsfußes soll die Investition verringern, was nach Keynes sofort eine Einkommensminderung bedeuten muß. Eine Abnahme der (Neu-)Investition und des Einkommens ergibt in der Quantitätsgleichung des Geldes eine Senkung der Höhe des Faktors H (bzw. T) und wohl auch des Faktors P; dieser Veränderung auf der einen Seite der Gleichung muß auf der anderen Seite eine Senkung der Höhe des Faktors G (bzw. M) oder des Faktors U (bzw. V) entsprechen. Keynes lehnt zwar den quantitätstheoretischen Schluß von der Geldmenge auf das Preisniveau ab 338) — trotzdem kann die Quantitätsgleichung als solche zur Ueberprüfung der Keynes'schen Resultate herangezogen werden — da sie lediglich etwas aussagt über funktionelle Zusammenhänge und nichts über kausale Abhängigkeiten 339). Keynes selbst gibt in der Allgemeinen Theorie eine modifizierte, d. h. nur auf die aktive Geldmenge M_1 bezogene Quantitätsgleichung: $L_1(Y) = \frac{Y}{V} = M_1$. Selbstverständlich muß auch nach dieser Gleichung einer Senkung von Y eine Verminderung von V oder von M_1 entsprechen.

Keynes stellt nun die Behauptung auf, eine Freigabe von Bargeld M_1 zugunsten der Geldmenge M_2 (als eine Folge der Senkung des Gesamteinkommens) erfolge erst „at a much later stage“ 340) — was, da von einer Ver-

336) Keynes, The General Theory etc. a. a. O. S. 217/218.

337) Daß die Verbindung zwischen Marktsatz und Investitionsvornahme keine so enge ist, wie Keynes annimmt, weist P. T. Ellsworth überzeugend nach;. vgl. Ellsworth, a. a. O S. 775 ff.

338) Ueber die Allgemeine Theorie als Widerlegung der Quantitätstheorie vgl. Harrod, a. a. O. S. 82 ff. u. Hicks: Mr. Keynes and the "Classics", a. a. O. S. 147 ff.

339) vgl. H. Moeller: Der Erkenntniswert der Tauschgleichung, in: Eheberg-Festgabe, Leipzig 1925.

340) Keynes: The General Theory etc., S. 218.

ringerung der Gesamtgeldmenge nicht die Rede ist, die weitere Behauptung impliziert, das Volumen der Geldmenge M_1 sei gleichgeblieben. Es müßte damit gefolgert werden, das V der Keynes'schen Gleichung sei kleiner geworden. Gerade dieser Schluß darf nach der Keynes'schen Theorie nicht gezogen werden: die Liquiditätsvorliebe L_1 soll ja — auf kurze Sicht betrachtet — von der Höhe des Einkommens Y abhängen — d. h. eine Senkung des Einkommens soll diesen Geldbedarf senken. Im Gegenteil: es müßte mit einer noch stärkeren Senkung dieser Geldnachfrage gerechnet werden, weil — nach Keynes — Zinssteigerung bedeutet, daß sich die „Kosten des Haltens von müßigem Bargeld"[341]) erhöhen. Das Verfahren Keynes', eine zunächst unveränderte Geldmenge M_2 anzunehmen, schließt derart die logisch-theoretisch unhaltbare Behauptung in sich, bei unverändertem Volumen der aktiven Geldmenge M_1 und unveränderter Umlaufsgeschwindigkeit dieser Geldmenge sei das Gesamteinkommen gesunken. Die logische Folgerung aus den Keynes'schen Voraussetzungen — gegebene Gesamtgeldmenge, gesunkenes Einkommen, gegebene Umlaufsgeschwindigkeit der aktiven Geldmenge — wäre die, daß die Geldmenge M_1 sinkt, die Geldmenge M_2 entsprechend steigt, daß also zusätzlich Horte (im engeren Sinn) entstehen[342]).

Diesen Einwand bringt auch D. H. Robertson: „We must not, he (= Keynes, D. V.) warns us, attempt to assess the evil influence of the liquidity function by watching the actual behaviour of the quantity of idle money. For the amount of active money is determined by the level of income; and if the banks do not increase the total amount of money an upward shift of the liquidity function will not lead to any increase in the volume of idle money, but simply to a rise in the rate of interest. . . . . Mr. Keynes' whole contention is — . . . . that the rise in the rate of interest will generate a decline in prices and employment. And this process *will*[343]) be accompanied, partly by the obliteration of active money, but partly by its conversion into idle money in the hands of individuals and firms — the relative importance of the two phenomena depending largely on the nature and quality of the banking system"[344]). Wollte man geltend machen, es handle sich hier um „Friktionserscheinungen", es erfordere eine bestimmte Zeit bis überschüssige Beträge der aktiven Zirkulation als Geldmenge M_2 zur Verfügung stünden, dann wäre es unzulässig, den Geldbedarf der aktiven Zirkulation als Funktion der Einkommenshöhe (und der Preishöhe) zu bezeichnen: der Tatbestand der Friktionen müßte ausdrücklich erörtert und begründet werden.

In Wahrheit handelt es sich um eine immanente Unstimmigkeit der logischen Durchführung. Die Annahme, Keynes habe nicht exakt verfolgt, zu welchen Konsequenzen die Voraussetzung einer gegebenen Gesamtgeldmenge und einer von der Höhe des Einkommens abhängigen Geldmenge M_1 führe, liegt nahe, weil auch schon im Treatise ähnliche Ungenauigkeiten

---

341) Keynes: Allgemeine Theorie, S. 169.

342) Selbstverständlich könnte es sich nur zu einem kleinen Teil um eine tatsächliche Zunahme stücklicher und notaler Kassenbestände handeln: infolge des kreditmäßigen Ursprunges des notalen und giralen Geldes müßte alsbald — direkt oder indirekt — eine Verminderung der Gesamtgeldmenge eintreten — so daß schlechterdings die Voraussetzung einer gegebenen Gesamtgeldmenge nicht aufrechterhalten werden könnte; s. u.

343) Kursiv bei D. H. Robertson!

344) D. H. Robertson, Alternative Theories of the Rate of Interest etc., a. a. O. S. 434 (unten).

vorkommen. Keynes erörterte dort die Beziehung zwischen dem Volumen der Investition und dem Preisstand und führte aus: „Wenn das Sparvolumen von den Kosten der Neuinvestition abweicht, oder wenn selbst aus guten Gründen die Tendenz des Publikums am Effektenmarkt eine Wendung zur Hausse oder Baisse nimmt, dann können die ausschlaggebenden Preisspiegel von ihrem Gleichgewichtsstand abweichen, ohne daß sich die Geldmenge oder die Umlaufsgeschwindigkeit verändert hätten. Es ist sogar denkbar, daß die Kassendepositen, die Spardepositen, die Umlaufsgeschwindigkeiten, das Volumen der monetären Transaktionen und das Produktionsvolumen die gleichen bleiben und sich die ausschlaggebenden Preisspiegel dennoch verändern“ [345]).

Keynes kommt im Treatise zu diesem unmöglichen Resultat durch die Argumentation, ein Ueberschuß des Sparvolumens über die Kosten der Neuinvestition (in der Terminologie des Treatise), bzw. ein gegenüber der Verbrauchsneigung unzureichendes Volumen der Neuinvestition (in der Sprache der Allgemeinen Theorie), führe zu Verlusten der Konsumunternehmer, die, um ihre Produktion aufrechterhalten zu können, die „überschüssige“ Ersparnis als Kredite aufnehmen, um ihre Verluste zu decken: und damit bleibe die Umlaufsgeschwindigkeit der Geldmenge die gleiche. Diese Argumentation ist selbstverständlich nicht stichhaltig [346]): die Verluste der Gesamtheit der Konsumunternehmer sind in diesem Fall Ausdruck dessen, daß das Volumen der gesamten geldlichen Umsätze vermindert ist, was bei gegebener Geldmenge eine Verlangsamung der Geldumlaufsgeschwindigkeit bedeutet. Die nachträgliche Heranziehung dieser Mittel zur „Deckung“ der Verluste der Konsumunternehmer hebt die Tatsache, daß die Umlaufsgeschwindigkeit vermindert war, nicht auf.

Sollte man den Grund, warum Keynes in der Allgemeinen Theorie annimmt, die aktive Geldmenge sei gleichgeblieben, trotzdem Einkommen und Investition und damit eigentlich der Geldbedarf der aktiven Sphäre vermindert ist, in einem ähnlichen Gedankengang zu suchen haben?

Wenden wir uns der dritten Stufe der Keynes'schen Argumentation über den modus operandi einer gestiegenen Liquiditätsvorliebe zu.

„The only element of selfrighting in the system arises at a much later stage and in an uncertain degree. If a decline in investment leads to a decline in output as a whole, this may result, (for more reasons than one) in a reduction of the amount of money required for the active circulation, which will release a larger quantity of money for the inactive circulation, which will satisfy the propensity to hoard at a lower level of the rate of interest, which will raise the prices of capital assets, which will increase the scale of investment, which will restore in some measure the level of output as a whole“ [347]).

Eine „Freigabe“ von Bargeld von der aktiven Zirkulation für die inaktive kann immer nur über den Weg des Sparens von Einkommensteilen oder Er=

345) Keynes, Vom Gelde, I. Hauptteil, S. 120 (Mitte).

346) Zur Kritik dieser Argumentation vergleiche V. F. Wagner: Geschichte der Kredittheorien. Wien. 1937. S. 416/417.

347) Keynes: The General Theory of Employment, a. a. O. S. 218.

348) Eine Freigabe von Bargeld von der aktiven für die inaktive Zirkulation nimmt Keynes, außer für diesen betrachteten Fall, an für den Fall einer einheitlichen, geschlossenen Geldlohnsenkung; vgl. Allgemeine Theorie, S. 222: „. . . . das Bedürfnis nach Bargeld für die Zwecke des Einkommens und der Geschäfte“ soll dadurch vermindert werden, d. h. „die Tabelle der Vor=

lösteilen[348]), dem eine entsprechende Investition in Realkapital nicht gegenübersteht, erfolgen: Um diese Freigabe von Bargeld für die inaktive Zirkulation mit dem Zinsfuß in Verbindung zu bringen, muß Keynes offenbar annehmen, mit diesen Geldbeträgen würden von einem Einzelnen oder einer Gruppe Effekten der betrachteten Art gekauft, d. h. die Ersparnis oder die Rücklage müßte nominell „investiert" werden.

Es ist, wie schon oben ausgeführt wurde, nicht ersichtlich, warum diese Freigabe erst „at a much later stage" erfolgen sollte. Es wäre zwar durchaus nicht notwendig, der Freigabe von Bargeld für die inaktive Zirkulation schon die zinsrelevante Konsequenz beizumessen, die Keynes ihr für einen späteren Zeitpunkt bedingt einräumt; nichtsdestoweniger müßte sie als solche angenommen werden. Unterstellt man, eine Freigabe von aktivem Bargeld erfolge erst nach einem erheblichen Zeitintervall, während dessen Einkommen und Beschäftigung generell zurückgegangen sind, die Wirtschaft geschrumpft ist, dann wird der ganze Sachverhalt der Freigabe von Bargeld problematisch, weil die Schrumpfung der Wirtschaft mit einer Verminderung der Gesamtgeldmenge Hand in Hand gehen kann, und folglich die progressive Verminderung des Einkommens und der „produktiven" Umsätze nicht Bargeld übrig lassen muß.

Es muß tatsächlich angenommen werden, daß die Gesamtgeldmenge mehr oder minder proportional der Abnahme des Einkommens, der Beschäftigung und der Umsätze abnimmt. Infolge des kreditmäßigen Ursprunges des notalen Währungsgeldes muß eine derartige „Depression"[349]) zu einem Ueberwiegen der Rückflüsse zur Notenbank über die Abflüsse von der Notenbank, zu einer verminderten Inanspruchnahme des Notenbankkredites und damit zu einer Verminderung der notalen Geldmenge führen — sofern keine planmäßige Geldpolitik der Notenbank, ausgerichtet an dem Ziel einer optimalen Geldversorgung der Wirtschaft unterstellt wird[350]). Das Giralgeld wird mehr oder minder proportional der Verringerung des Gesamt-

liebe für Liquidität für das Gemeinwesen als Ganzes . . . . Unter sonst gleichen Bedingungen wird dies den Zinsfuß senken . . . ." Diese Freigabe des Bargeldes kann selbstverständlich nur insoweit eintreten, als Unternehmer, was sie durch die Geldlohnsenkung an geldlichen Produktionskosten „einsparen", als Reserven zurücklegen und nominell in Effekten investieren (also nur sofern die Geldlohnsenkung in sich keinen Ansporn zur Ausdehnung der Produktion und vor allem der Investition darstellt, was Tatfrage ist. Zur Kritik dieses lohn-theoretischen Argumentes vgl. Ch. O. Hardy: The General Theory of Employment, Interest and Money, in: American Economic Review, Vol. XXVI, No. 3, S. 490—493. „The point that the reduction in the wages bill will diminish the need for cash balances for income and business purposes is sound only on the assumption that total income will be reduced, which is precisely the point to be proved." S. 492. — Eine ähnliche Stellungnahme zu dieser Argumentation Keynes' bei: H. Gestrich: Keynes und die Nationalökonomie. Gegen den Abbruch der wissenschaftlichen Tradition, in: Bank, Jahrgg. 30, H. 46, S. 1564—1570).

349) Dieser Terminus wird hier nicht in seinem spezifischen konjunkturtheoretischen Sinngehalt verwendet; ob es sich bei dem von Keynes aufgezeigten Sachverhalt um eine konjunkturelle oder außerkonjunkturelle Depression handelt, ist für die vorliegende Untersuchung gleichgültig; vgl. I. Teil, I. Kapitel, 1. Abschnitt der Arbeit!

350) Da Keynes seiner Theorie insoweit eine relativ „freie" Wirtschaft zugrundelegt, muß auch die Betrachtung dieser Theorie von der gleichen Voraussetzung ausgehen; mit dieser Voraussetzung aber wäre es unverträglich, eine aktive, zielbestimmte Geldpolitik der Zentralbank, die insoweit nur ein Teilstück einer zentralen Lenkung des wirtschaftlichen Gesamtbereiches darstellen würde, anzunehmen. Von irgendwelchen Rücksichten der Zentralbank auf die internationalen Wechselkurse muß abgesehen werden: soweit nicht ausdrücklich etwas anderes bemerkt, setzen derartige abstrakte Analysen, wie die Keynes'sche Theorie sie darstellt, damit auch eine Erörterung dieser Theorie, eine „geschlossene" Wirtschaft voraus.

volumens des Notengeldes abnehmen; vielleicht noch in stärkerem Ausmaß: das Kreditvolumen aller Banken wird schrumpfen, weil in zunehmendem Maße Kredite seitens der Bankkundschaft abgedeckt werden, wogegen die Neuausleihungen stocken; verschiedene Kredite der Banken werden „einfrieren", die dadurch ausgelöste Verschlechterung der Position der Banken, das eventuelle Mißtrauen in ihre Solvenz kann veranlassen, die Reserven in Währungsgeld oder Guthaben bei der Zentralnotenbank gegenüber der Gesamtheit ihrer kurz- und mittelfristigen Zahlungsverpflichtungen zu verstärken, was eine Verminderung der Giralgeldmenge gegenüber der vorhandenen Währungsgeldmenge, auf der das Giralgeld aufbaut, bedeutet.

Schließlich ist noch zu beachten, daß in der fraglichen wirtschaftlichen Gesamtsituation das Volumen der Kreditverflechtungen zwischen den Unternehmern der verschiedenen Produktionsstufen, Lieferantenkredit und wechselmäßiger Kredit, sinken kann; rechnet man diese Umsatzmittel nicht als Geld, dann ist zwar dadurch die gesamte Geldmenge nicht vermindert, aber insoweit bedeutet eine Verminderung der aktiven, „produktiven" Umsätze keine Freigabe von Bargeld. Schließt man jedoch diese Umsatzmittel in den Geldbegriff ein, was sich empfehlen dürfte in Anbetracht der Beziehung zwischen diesem unternehmungsmäßigen Kredit und der Giralgeldmenge [351]), dann bedeutet die Verminderung der dadurch bewirkten Umsätze eine Verminderung der Gesamtgeldmenge.

Selbstverständlich könnten alle diese, durch die primäre Veränderung der Liquiditätsvorliebe und deren Wirkungen ausgelösten Veränderungen der Gesamtgeldmenge in die Keynes'sche Ableitung eingearbeitet und eingeräumt werden, daß es sich bei der allenfallsigen Freigabe von Bargeld für die inaktive Sphäre schon um ein gemindertes Volumen der Gesamtgeldmenge handelt: aber es fragt sich, ob die Keynes'sche Methode, die Zinshöhe aus der Wechselwirkung zwischen Geldmenge und Liquiditätsvorliebe abzuleiten, sinnvoll erscheinen kann, wenn die Veränderung des einen zinsbestimmenden Faktors eine Veränderung des anderen „induziert". J. A. Angell glaubt, die exakte Analyse der Wirkungen einer Veränderung der Liquiditätsvorliebe erfordere die Unterstellung eines Konstantbleibens der Geldmenge: der angeführte Autor spricht von der, in der modernen Theorie geläufigen Annahme, „that changes in the way in which people elect to use money currently in their possession play a large part in the broader fluctuations of general economic activity. The assumption is fundamental, for example, tho the long discussion in Keynes' "General Theory" of . . . . "liquidity preferences" and of their determinants. Now a rigorous analysis of the effects of changes . . . . (ergänze: der Liquiditätsvorliebe, D. V.) requires that the quantity of money be assumed to remain constant. Otherwise the effects of changes in the quantity of money itself, which are strictly irrelevant to the analysis, will obscure the effects of the first set of changes" [352]).

Auf jeden Fall könnte die Wirkung einer Veränderung der Liquiditätsvorliebe niemals von einer Veränderung des anderen zinsbestimmenden Faktors getrennt werden: die Erörterung einer Veränderung der Liquiditätsvorliebe unter der Klausel ceteris paribus wäre unmöglich. Auch wenn man von diesem methodisch-theoretischen Einwand absieht, bliebe immer

351) Vergleiche den letzten Abschnitt dieses Kapitels.
352) J. W. Angell: a. a. O. S. 263.

noch der Mangel, daß nicht klargestellt ist, in welchem Ausmaß eine Verminderung der Gesamtgeldmenge und eine Freigabe von aktivem Geld für die Zwecke der inaktiven Zirkulation eintreten kann, und der weitere Mangel, daß nicht sicher ist, ob nicht diese beginnende Depression zu Massenabstoßung von Effekten seitens der Banken führen könnte, womit die Tendenz auf eine Senkung des Zinsfußes durch die allenfallsige Freigabe von Bargeld von einer Tendenz in umgekehrter Richtung durchkreuzt würde — eine Fülle von Tendenzen und Gegentendenzen vorhanden wäre, die sich wohl schwierig in den Rahmen des theoretischen Schemas Keynes' fügen lassen würden.

Unterstellen wir, daß tatsächlich eine Freigabe von Bargeld, eine Vermehrung der für „Horte verfügbaren" Geldmenge M_2 bis zu einem gewissen, nicht näher bestimmten Ausmaß eintritt.

Keynes schließt daraus auf einen niedrigeren Zinsfuß, bzw. auf eine Senkung des Zinsfußes, weil nun die gegebene, primär erhöhte Hortneigung durch eine größere tatsächliche Hortmenge und einen geringeren Zinsfuß befriedigt werden kann, d. h. weil die „Nachfragekurve" des Geldes = die Liquiditätsvorliebe, die Kurve der Geldmenge M_2, die nun infolge Vermehrung der Geldmenge M_2 eine andere Lage einnimmt, an einem Punkt schneidet, der einen niedrigeren Zinsfuß anzeigt. Diesem Resultat kann zugestimmt werden, lediglich dann, wenn anerkannt werden muß, daß noch die gleiche Kurve der Liquiditätsvorliebe besteht, wie sie am Ausgangspunkt dieses Prozesses bestanden hat. Es spricht aber keine Wahrscheinlichkeit dafür, daß diese Kurve während des Zeitintervalls, während der grundlegenden Veränderungen, die sich in dem ökonomischen Gesamtprozeß, im Einkommen, in der Investition, der Beschäftigung, in dem allgemeinen Geschäftsgang, in der allgemeinen Stimmung und in dem „Vertrauen" usw. zeigen, ihre ursprüngliche (die anfänglich veränderte) Gestalt und Lage beibehält.

Keynes räumt ein, daß die Kurve der Liquiditätsvorliebe von allen diesen Sekundärwirkungen nicht unberührt bleiben müsse, daß im Endstadium des Prozesses nicht notwendig mit der gleichen Gestalt und Lage dieser Kurve gerechnet werden müsse. „When a more pessimistic view is taken about future yields, that is no reason why there should be a diminished propensity to hoard. Indeed, the conditions which aggravate the one factor tend, as a rule, to aggravate the other. For the same circumstances which lead to pessimistic views about future yields are apt to increase the propensity to hoard"[353]). „If, on the other hand, our knowledge of the future was calculable and not subject to sudden changes, it might be justifiable to assume that the liquidity-preference curve was both stable and very inelastic. In this case a small decline in money-income would lead to a large fall in the rate of interest, probably sufficient to raise output and employment to the full. . . . I claim that experience indicates the contrary"[354])

Sachlich ist das Argument Keynes', die Liquiditätsfunktion sei äußerst instabil, durchaus gerechtfertigt. Methodisch-theoretisch fragt es sich, ob es überhaupt noch einen Sinn haben kann, zwischen Aenderungen im Zinsfuß,

353) Keynes, The General Theory etc., a. a. O. S. 218.
354) Keynes, a. a. O. S. 218 (unten), 219.

die durch Aenderungen in der Liquiditätsfunktion hervorgerufen sind, und Aenderungen im Zinsfuß, die daraus entstehen, daß einer unveränderten Liquiditätsfunktion ein verändertes Angebot von Bargeld gegenübertritt, zu unterscheiden. Wenn Keynes selbst zugeben muß, die Liquiditätsfunktion sei höchst unregelmäßig, äußerst reagibel und nur eine mehr oder minder flüchtige Augenblicksposition, dann wäre der Fall einer Veränderung der Geldmenge M_2 bei gleichgebliebener Liquiditätsfunktion die Ausnahme und eine gesetzmäßige Aussage, die tatsächliche Höhe des Zinsfußes hänge davon ab, welche Geldmenge der Nachfrage des Geldes gegenübertrete, ziemlich wertlos: denn die Nachfragekurve des Geldes bliebe niemals eine gegebene, d. h. bis sich die Geldmenge geändert hat, gilt schon längst wieder eine andere Gestalt und Lage der Kurve L_2.

Die Tatsache der Unbeständigkeit und Empfindlichkeit der Liquiditätsfunktion [355]) erweckt weiter den Verdacht, diese Kurve sei selbst viel zu sehr bestimmt, als daß sie Bestimmende des Systems sein könne [356]).

Unterstellen wir, die Kurve der Liquiditätsvorliebe sei unverändert und dieser unveränderten Kurve trete die vermehrte Geldmenge M_2 gegenüber.

Ist es dann plausibel, daß daraus sich ein niedrigerer Zinsfuß ergeben müßte? (Die folgenden Ausführungen greifen insoweit auf das im I. Kapitel zum Begriff der Liquiditätsvorliebe Gesagte zurück.)

Wenn die Liquiditätsvorliebe, wie sie Keynes in der hier vornehmlich herangezogenen Abhandlung definiert, „a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future" ist [357]), also bedeutet, daß allgemein für die Aufgabe der Liquidität eine Prämie bestimmter Höhe gefordert werde — dann ist schlechterdings nicht einzusehen, warum und wieso der Zinsfuß deswegen sinken sollte, weil eine größere Menge Geldes für Horte zur Verfügung steht. Der Zinsfuß ist dann einfach die Prämie, die für Aufgabe der Liquidität gefordert wird und kann sich nur ändern, wenn diese Prämienforderung sich ändert; eine Vermehrung der „hortbaren" Geldmenge kann nur insoweit auf den Zinsfuß von Einfluß sein, als sie geeignet ist, die Prämienforderung zu verringern: wenn und soweit dann diese Forderung verringert ist, ist dies identisch mit einer Veränderung der Liquiditätsvorliebe. Die Geldmenge M_2 wäre dann kein selbständiger Bestimmungsgrund des Zinsfußes: Bestimmungsgrund des Zinsfußes wäre allein die Liquiditätsvorliebe und die Geldmenge könnte vielleicht für die Liquiditätsvorliebe selbst von Bedeutung sein; eine gesetzmäßige Ableitung des Zinsfußes aus dem Gegenübertreten von Angebots- und Nachfragekurve des Geldes ist unmöglich, wenn gesagt wird, der Zinsfuß sei die Prämie, die für Aufgabe der Barliquidität gefordert wird.

Handelt es sich aber um die eigentliche Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv, und bedeutet eine gegebene derartige Liquiditätsvorliebe

355) Die Liquiditätsfunktion ist hier (in der genannten Abhandlung Keynes') umfassender definiert, als in der „Allgemeinen Theorie" selbst: was hier an Stimmungsfaktoren, Zukunftsantizipationen der Unternehmer hinsichtlich der Rentabilität ihrer Produktion (vgl. die angeführten Stellen, S. 97 der Arbeit!), usw. in den Begriff der Liquiditätsvorliebe eingeschlossen wird, hat nichts mehr zu tun mit der spekulativen Absicht, aus einer besseren Erkenntnis der Zukunft, als sie der Markt hat, Gewinn zu ziehen. Vgl. die Einleitung zu diesem Abschnitt!

356) Dieser Gedankengang ist mit Gegenstand des letzten Kapitels der Arbeit.

357) Keynes, The General Theory etc., a. a. O. S. 216.

das Vorhandensein einer bestimmten Erwartung, einer bestimmten Anschauung über den „sicheren“ Stand des Zinsfußes, bzw., da es auf den Gesamtkomplex der Hausse- und Baisse-Positionen ankommt, die Resultante aus diesen beiden Tendenzen und Erwartungen, dann verändert ein vermehrter Zustrom zu der Geldmenge M_2 diese komplexe Marktsituation. Eine Vermehrung der Geldmenge M_2 kann ja immer nur dadurch eintreten, daß mit Mitteln der aktiven Zirkulation einem spekulativ motivierten Wirtschaftssubjekt Effekten abgekauft werden — so wenigstens muß die Vorstellung einer Aufteilung der Geldmenge in die beiden Abteilungen gedacht werden — und wenn und soweit dies der Fall ist, werden die realen Tatsachen und Gegebenheiten, die mit in die Zukunftsantizipationen eingehen, bzw. in diese verarbeitet werden, modifiziert. Ein Gleichbleiben der Liquiditätsvorliebe, d. h. der gesamten komplexen Erwartungen und Antizipationen am Markt und ein verändertes Volumen M_2 sind zwei Vorstellungen, die sich logisch-begrifflich gegenseitig ausschließen.

Es kann also begrifflich-logisch nicht angenommen werden, die Kurve der spekulativen Liquiditätsvorliebe sei unverändert, wenn die Geldmenge M_2 anschwillt, d. h., wenn mit Mitteln der aktiven Geldmenge eine wachsende Nachfrage nach (festverzinslichen) Effekten ausgeübt wird. Selbstverständlich bestimmt sich (an der Oberfläche) der Kurs der festverzinslichen Wertpapiere durch die überwiegend spekulativen Faktoren von Angebot und Nachfrage. Aber es kann nicht angenommen werden, daß Angebot oder Nachfrage im spekulativen Sinne a priori gegeben sind und gegeben bleiben, wenn die reale Situation am Markt, z. B. die Nachfrage nach Wertpapieren als Anlageobjekt seitens der „produktiven“, bzw. der aktiven Sphäre, Veränderungen erfährt.

Diese eben gemachten Feststellungen besagen, daß eine Rückwirkung der vermehrten Geldmenge M_2 auf den Zinsfuß (wie sie Keynes auf der dritten Stufe seiner Beweisführung über den modus operandi einer Erhöhung der Liquiditätsvorliebe ansetzt), nicht in den Bahnen verlaufen kann, die Keynes angenommen hat. Die Formel, der Zinsfuß müsse sinken, weil die gegebene Liquiditätsvorliebe nun in stärkerem Maße durch faktische Hortung befriedigt werden könne, vereinfacht viel zu stark, als daß sie einer exakten Prüfung standhalten könnte. Selbstverständlich kann sinkender Geldbedarf der aktiven Zirkulation, d. h. eine allgemeine „Verflüssigung“ der Wirtschaft, bis zu einem gewissen Ausmaß die Folgeerscheinung gesunkenen Produktions- und Einkommensvolumens sein und zu einer Senkung des Marktzinsfußes führen. Es könnte, zum Beispiel, gesagt werden, eine Vermehrung der realen Geldmenge, die zum Effektenmarkt strömt, d. h. zur inaktiven Zirkulation, tendiere deshalb zu einer Zinssenkung, weil eine vermehrte Geldmenge gegen ein vermindertes (vermindert, weil Neuemissionen größtenteils entfallen und die alten Effektenbestände sich nach und nach verringern, weil einzelne Stücke durch Tilgung usw. verschwinden) Effektenvolumen umgesetzt werden müsse, ein gewisser Zwang zum Kauf für die Besitzer der Liquidität aber bestehe, da eben sonst keine Gewinne erzielt werden könnten. Dem stünde aber wieder entgegen, daß die Spekulation sich nicht ausgerechnet auf festverzinsliche Effekten werfen muß: sie kann ihre (allenfallsigen) Barmittel z. B. in einer bestimmten Kategorie von festverzinslichen Wertpapieren anlegen, weil bestimmte Anzeichen eine Kurswertsteigerung gerade d i e s e s

Papieres erwarten lassen: der dadurch erreichte höhere Kursstand dieser Papiere, ihre geringere „Rendite“ deutet dann keinen generell gesunkenen Marktzinsfuß an, sondern eine Höher-Bewertung der spezifischen Kategorie, aus Gründen, die eben nur auf dieses Papier als solches Bezug haben. Oder die allenfallsigen liquiden Geldmittel können in bestimmten Kategorien nicht-festverzinslicher Werte angelegt werden, weil aus spezifischen Gründen eine Hausse-Spekulation in eben diesen Werten aussichtsreich zu sein scheint. Oder in kurzfristigen Werten, vielleicht zum Zwecke der Arbitrage zwischen kurzfristigen und langfristigen Werten, usw. usw.

Ob und inwieweit tatsächlich mit einem Anwachsen der (giralen oder notalen) Geldmenge M_2 gerechnet werden muß, soll später erörtert werden. Das Ergebnis dieses Abschnittes ist, daß die Keynes'sche Ableitung der Nah- und Fernwirkungen einer erhöhten Liquiditätsvorliebe an verschiedenen Ungenauigkeiten und Unvollständigkeiten leidet, und daß der grundsätzliche Mangel in dem Begriff einer gegebenen Kurve der Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv zu suchen sein dürfte; dieser Mangel hat zur Folge, daß die Rolle, die Keynes der Geldmenge M_2 für die Bestimmung der Höhe des Zinsfußes zuschreibt, insoweit einigermaßen problematisch erscheint. Richtig ist, daß die gestiegene Liquiditätsvorliebe in erster Linie und als Hauptwirkung den Zinsfuß steigert, und daß alle, in dieser Liquiditätsfunktion zusammengefaßten Imponderabilien, Antizipationen, Erwartungen, Stimmungen usw. für den Marktzinsfuß von großer Bedeutung sind. Richtig ist weiter, daß das Steigen des Zinsfußes wieder zu einem Umschlag in der Entwicklung führt, aber es fragt sich, ob das Phänomen in der Keynes'schen Art und Weise erklärt werden kann.

3. Ueberprüfung der Einspielung des Marktzinsfußes bei einer Senkung der Liquiditätsvorliebe.

Es sei kurz der umgekehrte Fall erörtert: die Wirkungsweise einer primären Senkung der Liquiditätsvorliebe, die auf einen Zustand des unterbeschäftigten Gleichgewichtes von Einkommen, Verbrauchsneigung, Investitionsveranlassung, Geldmenge und Zinsfuß usw. trifft. Keynes verfolgt diesen Fall noch viel weniger eingehend und systematisch als den umgekehrten Fall.

Wenn die Wirkungsweise einer Senkung der Liquiditätsvorliebe analog der der Erhöhung der Liquiditätsvorliebe verlaufen soll — und es besteht kein Grund anzunehmen, daß dies nicht der Fall sein sollte —, kann auch in diesem Falle die Kette der näheren und ferneren Wirkungen in drei, zeitlich aufeinanderfolgende Stadien zerlegt werden. Ein primäres Stadium: die Senkung des Zinsfußes bei Gleichbleiben der faktischen Hortmenge M_2: wenn Keynes betont: „alles, was die Publikumsneigung zur Hortung erreichen kann, ist, den Zinsfuß zu bestimmen, bei dem das gesamte Verlangen zu horten gleich der für Horte verfügbaren Geldmenge wird“ [358]) — dann bedeutet diese Feststellung Keynes' nicht nur, eine vermehrte Hortneigung könne die Hortmenge nicht vermehren, sondern auch, eine verminderte Hort-

358) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 146 unten.

neigung könne die Hortmenge nicht vermindern: die gesunkene Liquiditätsvorliebe wird — nach der Keynes'schen Argumentation — durch einen gesunkenen Zinsfuß und die gleiche Hortmenge befriedigt.

Das sekundäre Stadium: der gesunkene Marktzinsfuß regt Investitionen in vermehrtem Umfang an und vermehrt dadurch Gesamtbeschäftigung und Gesamteinkommen gemäß dem Multiplikator.

Das tertiäre Stadium, in dem der erhöhte Geldbedarf der aktiven Zirkulation eine Rückwirkung auf den Zinsfuß ausübt. Keynes räumt ein, daß „bei einer Senkung des Zinsfußes, unter sonst gleichen Bedingungen, mehr Geld durch die Vorliebe für Liquidität aus dem Umsatzmotiv absorbiert wird. Denn wenn die Senkung des Zinsfußes das Volkseinkommen vermehrt, wird der für die laufenden Ausgaben benötigte Geldbetrag mehr oder weniger im Verhältnis zur Zunahme im Einkommen vermehrt werden, während sich gleichzeitig die Kosten der Annehmlichkeit einer großen Barreserve, in Größen entgehenden Zinses gemessen, verringern werden“[359]. „Eine Zunahme . . . der Beschäftigung hat . . . . . die Neigung, die Tabelle der Vorliebe für Liquidität zu erhöhen . . . . .; wobei sie auf drei Wegen dazu neigen wird, die Nachfrage nach Geld zu vermehren. Einmal wird der Wert der Produktion bei einer Zunahme der Beschäftigung steigen, selbst wenn die Lohneinheit und die Preise . . . . . unverändert bleiben; dazu wird die Lohneinheit selbst dazu neigen, mit der Zunahme der Beschäftigung zu steigen; und schließlich wird die Zunahme in der Produktion wegen der zunehmenden Kosten im kurzfristigen Zeitabschnitt von einer Preissteigerung . . . . begleitet sein“[360]. „. . . . . the increased demand for money resulting from an increase in activity has a backwash which tends to raise the rate of interest . . . .“[361].

Keynes nimmt also an, die Senkung der Liquiditätsvorliebe L_2 löse zuerst eine Zinssenkung aus, derart, daß trotz der gesunkenen Liquiditätsvorliebe die Nachfrage nach Geld so groß ist, wie die gegebene und gleichgebliebene Geldmenge M_2. Die Zinssenkung soll Investition und Einkommen anregen und erst später soll daraus eine erhöhte Nachfrage nach Bargeld für die Zwecke der Produktion und des Einkommens resultieren, mit einer Rückwirkung auf den Zinsfuß.

Wenn die Keynes'sche Analyse in dieser Weise interpretiert wird — Keynes' Ausführungen legen diese Interpretation nahe —, enthält sie verschiedene Unstimmigkeiten.

Sobald vermehrte Investition zur Durchführung gelangt, müßte sich die aktive Zirkulation auf Kosten der inaktiven ausdehnen und damit müßte — nach der Keynes'schen These — bei gleichbleibender Gesamtgeldmenge und bei, auf ihrem ursprünglichen veränderten Stand beharrender Liquiditätsvorliebe der Zinsfuß sofort wieder steigen. Der „Aufschwung“, den die Senkung des Marktzinsfußes auslöste, würde schon im Stadium nascendi wieder erstickt, oder zumindesten eingedämmt.

Eine Vermehrung des Umfanges der Investition und eine dementsprechende (durch den Multiplikator bestimmte) Ausdehnung der laufenden Erzeugung ist ohne eine Ausdehnung des Volumens der Geldmenge M_1 unmöglich. Eine Beschleunigung der Umlaufsgeschwindigkeit der aktiven Geld-

359) Keynes, a. a. O. S. 144 (unten).
360) a. a. O. S. 208 (Mitte).
361) derselbe: The General Theory of Employment, S 210 (oben).

menge hat Keynes ausdrücklich ausgeschlossen, wenn er den Geldbedarf der aktiven Zirkulation von dem Stand des Einkommens und der Produktion abhängen läßt; im Gegenteil, die unternehmerischen Kassenbestände werden etwas überproportional zunehmen, weil „die Kosten der Annehmlichkeit einer großen Barreserve, in Größen entgehenden Zinses gemessen“ verringert sind.

Die Folgerung, ein gestiegenes Einkommens- und Produktionsvolumen erfordere eine entsprechend größere Geldmenge[362]), kann nicht abgeschwächt werden durch die Ueberlegung, die W. Lautenbach anstellt, nämlich, ein erhöhtes Produktions- und Einkommensvolumen erzeuge nur im Ausmaß der Erhöhung der „Faktorkosten“, d. h. der an die Produktionsfaktoren für ihre Mitwirkung im Produktionsprozeß zu zahlenden Entschädigung, einen erhöhten Geldbedarf; nur die zusätzlichen Lohn- und Gehaltszahlungen, nicht aber die Umsätze zwischen Unternehmern würden einen Bedarf an Bargeld auslösen, da Unternehmer gegenseitig voneinander in beliebiger Höhe kaufen könnten, wobei sich die entstandenen Forderungen und Schulden aufheben würden[363]).

Diese Ueberlegung W. Lautenbachs bezieht das Giralgeld, das ja in die gesamte Geldmenge mit eingerechnet werden muß, nicht in einer, dem Wesen und dem Ursprung dieses Geldes gerecht werdenden Art und Weise ein. Da für die Käufe von Unternehmer zu Unternehmer keine strenge und sofortige Gegenseitigkeit gilt, die Kauf- und Verkauftransaktionen (Roh- und Hilfsstoffe, produzierte Produktionsmittel, Halbfabrikate usw. usw.) innerhalb der Unternehmersphäre keinen Ring bilden, der die Tilgung der Forderungen und Schulden durch eine Art Clearing gestattete, laufen die Kredit- und Zahlungsverflechtungen zwischen den Unternehmern weitgehend über das Banksystem und mindestens ein Teil des bei den Banken entstehenden Giralgeldes ist Reflex des Umsatzes der Vorprodukte in der Unternehmersphäre. Wenn somit Giralgeld in die Gesamtgeldmenge eingeschlossen wird, kann nicht ausgesagt werden, die Umsätze innerhalb der Unternehmersphäre seien grundsätzlich unabhängig von Bargeld: Giralgeld muß den Umsätzen in der Unternehmersphäre zugerechnet werden[364]). Die Vermehrung des Umsatzvolumens in der Produzentensphäre „erfordert“ eine Vermehrung des Giralgeldes.

Den Sachverhalten der Wirklichkeit entsprechend müßte natürlich eingeräumt werden, daß die Vermehrung des Einkommens, der Beschäftigung und der Umsätze automatisch eine Vermehrung der Gesamtgeldmenge nach sich ziehen wird, aus den gleichen Gründen, die eine gleichlaufende Bewegung zwischen Geldmenge und Einkommen bei einer generellen Verminderung des Einkommens und des gesamten Wirtschaftsvolumens wahrscheinlich erscheinen lassen (vergleiche den vorigen Abschnitt!)[365]).

---

362) Vergleiche dazu folgende Aussage P. T. Ellsworths (Mr. Keynes on the Rate of Interest and the Marginal Efficiency of Capital, S. 771): „. . . . one of the chief conditions requisite for an expansion of output, employment, and income is the willingness of the banking system to permit an expansion of the supply of money.“

363) W. Lautenbach: Zur Zinstheorie von J. M. Keynes, S. 519 (Mitte).

364) Vergleiche dazu den letzten Abschnitt des Kapitels!

365) Ueber die gleichlaufende Bewegung zwischen Einkommen, Produktionsvolumen, Umsätzen usw., und Geldmenge vergleiche P. T. Ellsworth, a. a. O. S. 771: „As income increases, bank loans and deposits likewise increase, thereby progressively altering the supply of money. Al-

Die Einarbeitung dieser Einräumung in die Keynes'sche Theorie würde zu der gleichen methodischen Konsequenz führen, die oben bei der Erörterung der Wirkungen einer Erhöhung der Liquiditätsvorliebe gezogen wurde: Eine Veränderung der Liquiditätsvorliebe „bewirkt" (es handelt sich nicht um eine entfernte Fernwirkung, sondern um eine ziemlich unmittelbare Nahwirkung) eine Veränderung der Gesamtgeldmenge; es ist unmöglich, die Wirkungen der Veränderung der Liquiditätsvorliebe von den Wirkungen einer veränderten Gesamtgeldmenge zu isolieren. Wenn eingeräumt werden muß, ein allgemeiner Wirtschaftsaufschwung könne unter bestimmten Umständen[366]) die notale, auf jeden Fall aber die girale Geldmenge erhöhen, einschließlich des erhöhten Umlaufes solcher Schuldscheine, die Zahlungsmittelfunktionen erfüllen (Wechsel usw.), erscheint eine Theorie, die die Geldmenge als Bestimmende des Systems einführt, an Wert zu verlieren: denn die vorhandene Geldmenge erscheint eher als eine Funktion der allgemeinen wirtschaftlichen Gesamtsituation.

Wenn versucht wird, die Keynes'sche Theorie in der Weise der Wirklichkeit anzunähern, daß die Voraussetzung einer starren Gesamtgeldmenge aufgegeben wird[367]), bzw. modifiziert wird in die Voraussetzung bestimmter abgesteckter Grenzen, innerhalb deren die Geldmenge schwanken kann, bleibt der Mangel, daß nicht klargelegt ist, wie weit diese Elastizität der Geldversorgung reichen soll, wie weit ein sich ausdehnendes Wirtschaftsvolumen automatisch sich die erforderlichen Geldmittel verschaffen und wann der wachsende Zahlungsmittelbedarf an eine äußere Grenze vorstoßen soll, jenseits deren eine Vermehrung der aktiven Geldmenge nur noch auf Kosten der Verminderung der inaktiven Geldmenge erfolgen kann, womit dann, nach der Keynes'schen Betrachtungsweise, eine Zinssteigerung fällig wäre. Wie lange sollte der Geldbedarf der aktiven Zirkulation kein Problem sein und wann und aus welchen Gründen sollte er beginnen, ein Problem zu werden?[368])

---

though there is no fixed relationship between these two, yet given the type of Banking institutions with which society is provided (and which Keynes assumes as the background of his theory) there is no question but that income and the quantity of money tend to vary together."

366) Hier wären die gleichen Kautelen zu setzen, die oben (voriger Abschnitt) angegeben wurden: eine ziemlich passive Haltung der Zentralnotenbank, die nicht irgendwie beeinflußt ist und gebunden durch Rücksichtnahme auf die internationalen Wechselkurse, oder allzu starr (im Falle einer Goldwährung) an die „goldene Kette" gehängt ist.

367) Bestimmte Formulierungen Keynes' erwecken den Eindruck, die Voraussetzung einer gegebenen Geldmenge bedeute nicht ein starr fixiertes Quantum an Geld, sondern räume gewisse Spielräume innerhalb bestimmter Grenzen ein, z. B. wenn Keynes spricht von der „Geldmenge, wie sie durch die Aktion der Zentralbank bestimmt wird" (Allgemeine Theorie, S. 206 (Mitte)). J. R. Hicks erachtet es als eine notwendige Bedingung für die Annäherung der Keynes'schen Theorie an die Wirklichkeit, die Voraussetzung eines gegebenen Quantums von Geld abzuändern: „Instead of assuming, as before, that the supply of money is given, we can assume that there is a given monetary system — that up to a point, but only up to a point, monetary authorities will prefer to create new money rather than allow interest rates to rise." (Hicks, Mr. Keynes and the "Classics", S. 157 (oben).

368) Soweit der „Aufschwung" an die Grenze der gesamtwirtschaftlichen Kapazität vorstößt, läge allein in dieser Tatsache ein Hindernis für eine weitere Ausdehnung des Zahlungsmittelvolumens, d. h. es müßte dann ein ernsthafter Widerstand der obersten Geldbehörde gegen eine weitere Ausdehnung des Geldumlaufes unterstellt werden, und zwar ohne daß institutionelle Gründe (Golddeckung) oder außenwirtschaftliche Beweggründe (Zahlungsbilanz), die ja für diese Argumentation, die eine geschlossene Modellwirtschaft voraussetzt, ausschalten, dazu Veranlassung geben. — Solange aber noch Unterbeschäftigung besteht und sonstige unausgenützte Reserven vorhanden sind, liegt eine solche objektive Grenze (für den Modellfall) nicht vor.

Wenn die Liquiditätsvorliebe in dem umfassenderen Sinn genommen wird, den Keynes ihr, im Gegensatz zu der „Allgemeinen Theorie“ selbst, in der (hier hauptsächlich herangezogenen) Abhandlung gegeben hat, d. h. wenn die Liquiditätsvorliebe L_2 ein „barometer of the degree ob our distrust of our own calculations and conventions concerning the future“ [639]) ist, dürfte angenommen werden, daß, während Einkommen und Beschäftigung zunimmt, das allgemeine Vertrauen in die weitere günstige Entwicklung der Wirtschaft sich verstärkt und eine optimistische Stimmung Platz greift, die Liquiditätsvorliebe noch einmal sinkt, womit man der Folgerung, (die eben gemäß dem Keyens'schen Dogma von der Bestimmtheit des Marktzinsfußes durch Liquiditätsvorliebe und Geldmenge M_2 [370]) gezogen werden müßte), die Ausdehnung der aktiven Zirkulation auf Kosten der inaktiven werde den Zinsfuß steigern, ausweichen könnte.

Die Liquiditätsvorliebe erschiene damit als Funktion der gesamtwirtschaftlichen Situation, wesentlich bestimmt dadurch, ob die Wirtschaft sich in einem „Aufschwung“ oder einer „Depression“ (nicht notwendig im konjunkturtheoretischen Sinne genommen!) befindet: der Grad der Liquiditätsvorliebe erschiene als Wirkung weiter zurückliegender Ursachen, als ein bloßes Symptom. Dieser Sachverhalt veranlaßt einen der Keynes-Rezensenten zu folgendem Urteil über die beiden Bestimmungsgründe des Zinses: „If Mr. Keynes' two supposedly independent determinants of the rate of interest, liquidity preference and the quantity of money, are not constants whose values are known independently of the variables of the system, but themselves dependent variables, then, so far as determinateness goes, Mr. Keynes' solution stands on all fours in exactly the same position as the classical solution“ [371]).

Wenn aber die Analyse eines „Aufschwunges“, der primär durch eine Senkung der Liquiditätsvorliebe ausgelöst wurde, erfordert, einzuräumen, daß die Liquiditätsvorliebe nicht notwendig auf dem primär gesenkten Stand verharren müsse, verliert die Ableitung an Exaktheit: es müßte erst bewiesen werden, wie weit eine derartige Elastizität der Liquiditätsfunktion reichen sollte, welche Bestimmungsgründe sie hat usw.

Es ergibt sich: wenn der Gesamtkomplex der Wirkungen einer primären Senkung der Liquiditätsvorliebe in die drei, zeitlich aufeinanderfolgenden Etappen — Senkung des Zinsfußes, Vermehrung der Investitionen und des Gesamteinkommens, und schließlich Rückwirkung auf den Zinsfuß — zerlegt wird, können die Resultate der Keynes'schen Theorie nur erreicht werden unter der Bedingung, daß die übrigen, von Keynes als konstant gesetzten Faktoren eben *nicht* unverändert bleiben, bzw. eine nochmalige Variation des ursprünglich geänderten Faktors eingeräumt wird.

Die Art und Weise, in der R. F. Harrod das Keynes'sche System interpretiert hat — „The level of activity will be such that so much money is

369) Keynes, The General Theory of Employment, S. 216.

370) Bemerkt sei, daß, genau so wie die Vorstellung, der Zinsfuß müsse sinken bei gleichbleibender Liquiditätsvorliebe infolge der Vermehrung der für Horte verfügbaren Geldmenge, auch die Vorstellung, der Zinsfuß müsse bei gleichgebliebener Liquiditätsvorliebe steigen wegen der Verminderung der für Horte verfügbaren Geldmenge, Schwierigkeiten bereitet, weil eine gleichgebliebene Liquiditätsvorliebe bei einer Veränderung der für Horte verfügbaren Geldmenge M_2 überhaupt schwer gedacht werden kann, wenn und soweit es sich um die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv handelt.

371) P. T. Ellsworth, a. a. O. S. 771.

absorbed in active trade that the amount left over enables interest to stand at a rate consistent with that level of activity" [372]) — legt die Annahme nahe, die verschiedenen Gruppen der Wirkungen — Zinssenkung, Vermehrung der Investition und des Einkommens und Rückwirkung auf den Zinsfuß — müßten nicht als ein zeitliches Nacheinander gedacht werden, sondern als ein ziemlich gleichzeitiges und interdependentes Zusammenwirken. Harrod nimmt eine derartige Interdependenz der verschiedenen Wirkungen und Rückwirkungen für den Fall einer Störung des Gleichgewichtes durch eine Veränderung der Gesamtgeldmenge an [373]).

Danach müßte der Prozeß, den die Veränderung der Liquiditätsvorliebe auslöst, folgendermaßen verlaufen: der Zinsfuß sinkt nur soweit, daß eine bestimmte Menge Bargeldes von der inaktiven Zirkulation freigegeben wird für die Zwecke der aktiven Zirkulation, und zwar in einem solchen Umfang, als Investition und Einkommen, die bei einem solchen Zinsfuß erreicht werden, erfordern.

Grundsätzlich fragt es sich, ob eine Interdependenz zwischen Zinsfuß, Gesamtgeldmenge und Geldbedarf der aktiven Zirkulation (bei einem Einkommens-, Produktions- und Beschäftigungsstand, der mit diesem, erst zu bestimmenden Zinsfuß verträglich ist, bzw. der von diesem erst zu bestimmenden Zinsfuß „bewirkt" wird) angenommen werden kann: der der Vermehrung der Investition entsprechende und durch den Multiplikator angezeigte Stand des Gesamteinkommens ist ein Gleichgewichtsstand des Einkommens, der erst nach einem beträchtlichen Zeitintervall erreicht werden kann [374]); erst dann bestünde auch entsprechender Geldbedarf der aktiven Zirkulation: der Geldbedarf der aktiven Zirkulation würde allmählich auf diesen Maximalstand ansteigen. Dieser präsumtive Geldbedarf der aktiven Zirkulation kann nicht gleichzeitig und in Interdependenz mit der Liquiditätsvorliebe den neuen Zinsfuß bestimmen: denn bei diesem Geldbedarf handelt es sich um eine Erscheinung, die zeitlich viel später liegt. In dem Zeitpunkt, in dem eine primäre Aenderung der Liquiditätsvorliebe auftritt und in dem sich ein neues Niveau des Zinsfußes ergeben müßte, liegt ein geringerer Geldbedarf der aktiven Zirkulation vor: der Zinsfuß, der sich auf Grund dieses Sachverhaltes einspielen müßte, ist ein niedrigerer, als der, den Harrod postuliert, allerdings auch ein höherer, als Keynes annimmt — denn es wird hier schon zugestanden, daß die Hortmenge M_2 zugunsten der aktiven Zirkulation verringert ist.

---

372) R. F. Harrod, a. a. O. S. 83.

373) Harrod erläutert die Wirkung einer Geldvermehrung als einen Beispielsfall, dessen grundsätzliche Gesetzmäßigkeiten mutatis mutandis Geltung haben sollen für alle Fälle der Veränderung eines anderen relevanten Faktors. (Harrod, a. a. O. S. 84). Es sei deshalb an dieser Stelle Harrod zitiert, obwohl der Fall einer Geldvermehrung Gegenstand eines der folgenden Abschnitte wäre.

„Suppose the banks to increase the total amount of money available by open market operations. The increment may eventually be divided between active circulation and liquid reserves. An increase of money available for liquid reserves will tend to reduce the rate of interest; and so to increase investment; this will increase the level of income through the multiplier in accordance with the marginal propensity to consume. The increase of income involves an increase of turnover, and of prices . . . . This involves an increased use of money in active circulation. Thus the fall in the rate of interest will not be so great as it would be if all the new money went into liquid reserves. The money will be divided between the two uses . . . The comparative size of the increments will depend on the current elasticity of the liquidity-preference schedule and the current elasticity of the marginal productivity of capital schedule . . . . ." (Harrod, a. a. O. S. 84).

Die Rückwirkung der vermehrten Investition auf die laufende Konsumgüterproduktion (einschließlich deren Vor-Produktion) würde weiter einen vermehrten aktiven Geldbedarf auslösen, der unter der Voraussetzung einer unveränderten Gesamtgeldmenge und einer nicht weiter sinkenden Liquiditätsvorliebe den Zinsfuß steigern müßte; unter der Voraussetzung einer unveränderten Grenzproduktivität des Kapitals[375]) würde dies das Volumen der Investitionen verringern. Die Rückwirkung des Investitionszuwachses auf die laufende Konsumgüterproduktion würde nochmals vermehrten Geldbedarf auslösen, usw., so daß ein progressives Steigen des Zinsfußes angenommen werden müßte. Davon, daß der Gleichgewichtsstand der Produktion und des Einkommens in einer bestimmten gesetzmäßigen Beziehung zu dem Volumen des ursprünglichen Investitionszuwachses stehe, könnte keine Rede sein und damit auch nicht von einem diesem fiktiven Gleichgewichtsstand des Einkommens entsprechenden Geldbedarf.

Hinzu käme, daß während dieses Prozesses Liquiditätsvorliebe, und Grenzproduktivität des Kapitals eben nicht die gegebenen bleiben — was ja Harrod einräumt — und vor allem nicht die Gesamtgeldmenge — was Harrod nicht einräumt. Wenn alle diese möglichen Veränderungen in Rechnung gestellt werden, bleibt von der gesetzmäßigen Ableitung kaum etwas übrig.

4. Ueberprüfung der Einspielung des Marktzinsfußes bei einer Veränderung der klassischen zinsbestimmenden Faktoren.

Es soll untersucht werden, welche Stellung die zinsbestimmenden Faktoren der „klassischen" Theorie in dem System der Keynes'schen Zinstheorie einnehmen.

Es sei angenommen, daß die Grenzproduktivität, bzw. — nach Keynes — die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals steigt; diese Veränderung störe ein ursprüngliches (unterbeschäftigtes) Gleichgewicht (im Sinne Keynes'), das ja, unter anderem, durch die Uebereinstimmung zwischen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Marktzinsfuß gekennzeichnet sein soll[376]); es bestehe nun eine Divergenz zwischen Zinsfuß und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals.

Die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals soll die Unternehmer veranlassen, die Rate der Neuinvestition auszudehnen, bis das derart erhöhte Volumen des Realkapitalbestandes die Grenzleistungsfähigkeit auf das Niveau des Zinsfußes herabdrückt[377]).

Bei gleichbleibender Gesamtgeldmenge, gleichbleibender Liquiditätsvorliebe und gleichbleibender Umlaufgeschwindigkeit der aktiven Geldmenge müßte der derart erhöhte Geldbedarf der aktiven Zirkulation zu einer Verminderung der Geldmenge M_2 und damit zu einem Steigen des Zinsfußes führen.

374) vgl. I. Teil, III. Kapitel.

375) Harrod räumt eine Elastizität der Grenzproduktivität ein; vgl. das, Fußnote 373) gegebene Zitat!

376) Keynes, Allgemeine Theorie, 13. Kapitel, S. 139 ff.; vgl. das I. Kapitel, 1. Abschnitt der Arbeit.

377) Keynes, a. a. O.

Wenn Keynes leugnet, daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals eine Ursache für eine Erhöhung des Marktzinsfußes sein könne[378]) scheint er die Abhängigkeit der zinsbestimmenden Geldmenge M_2 von der Höhe der Investition und dieser, ceteris paribus, von der Höhe der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals übersehen zu haben; oder Keynes hat, zum Zwecke einer scharfen Kontraposition seiner Theorie zur klassischen, überspitzt betont, daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals kein direkter Bestimmungsgrund des Marktzinsfußes sei.

J. R. Hicks untersucht eingehend die Bedeutung, die der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in der Keynes'schen Theorie zukommen müsse und kommt zu dem Resultat, ein bestimmter zinssteigender Einfluß einer Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sei nicht von der Hand zu weisen: „An increase in the inducement to invest will raise the rate of interest, but it will also have some subsidiary effect in raising income, and therefore employment as well“ [379]). Denn: „. . . . an increase in income tends to raise the demand for money“, und „However much stress we lay upon the "speculative motive", the "transactions motive" must always come in as well“ [380]): daraus schließt Hicks: „In fact, whenever we find Mr. Keynes coming to a problem where he has to emphasise the "transactions motive" relatively to the "speculative motive", we generally find him turning out conclusions which could easily have been reached by more familiar methods“ [381]). Daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im Endresultat den Zinsfuß zu steigern neige, bezeichnet Hicks als die „general form“ der Keynes'schen Theorie, für die die klassische Theorie als „a good approximation“ [382]) erscheine. Daneben gebe es aber nach der Liquiditätstheorie des Zinses Fälle, in denen die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zinsneutral sei und dies stelle die „special form of Mr. Keynes' Theory“ [382]) dar.

„. . . . how does Mr. Keynes come to make his remarks about an increase in the inducement to invest not raising the rate of interest? It would appear . . . . that a rise in the marginal-efficiency-of-capital-schedule . . . ., although it will raise Income and Employment, it will also raise the rate of Interest“. Den Grund für eine zinsneutrale Rolle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sieht Hicks darin: „. . . . there is (1) some minimum below which the rate of interest is unlikely to go, and (though Mr. Keynes does not stress this) there is (2) a maximum to the level of income which can be financed possibly with a given amount of money“ [383]).

---

378) So z. B., wenn Keynes sagt: „Man kann sagen, daß die Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals die Bedingungen beherrscht, zu denen leihbare Geldmittel für den Zweck neuer Investitionen nachgefragt werden, während der Zinsfuß die Bedingungen beherrscht, zu denen Geldmittel laufend angeboten werden.“ (Allgemeine Theorie, S. 139, 1. Absatz.) Keynes behauptet damit indirekt, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sei völlig irrelevant für die Höhe des Zinsfußes.

379) J. R. Hicks, Mr. Keynes and the "Classics", S. 154.

380) a. a. O. S. 152 (unten), 153 (oben).

381) Derselbe: Mr. Keynes' Theory of Employment, S. 247.

382) J. R. Hicks, Mr. Keynes and the "Classics", S. 154 (letzter Absatz). Ueber den grundsätzlichen Unterschied zwischen der klassischen Anschauungsweise von der Bedeutung der Grenzproduktivität des Kapitals für den Zinsfuß, und jener Anschauungsweise, die der Keynes'schen Theorie entspricht, vergleiche den 1. Abschnitt dieses Kapitels der Arbeit.

Daß Hicks gelegentlich geneigt ist, diesen grundsätzlichen Unterschied zu bagatellisieren, vergleiche den 1. Abschnitt des I. Kapitels dieser Arbeit.

383) Hicks, a. a. O. S. 154.

Zu Grund (1): Keynes nimmt eine bestimmte Untergrenze des Zinsfußes an, bei der es ein weiteres Sinken selbst bei noch so großer Vermehrung der für Horte verfügbaren Geldmenge nicht gebe: „Es besteht die Möglichkeit . . . ., daß, nachdem der Zinsfuß auf ein gewisses Niveau gefallen ist, die Vorliebe für Liquidität sozusagen absolut werden kann in dem Sinne, daß fast jedermann Bargeld dem Besitz eines Darlehens zu einem so niedrigen Zinsfuß vorzieht“ [384]), womit „. . . . M_2 die Neigung haben kann, als Folge einer Senkung von r unter eine gewisse Zahl beinahe ohne Grenzen zuzunehmen“ [385]). Diese Untergrenze des Zinsfußes sieht Keynes bei ca. 2—2½ %.

Jenseits dieses Punktes soll also die Liquiditätsvorliebe keine fortlaufende Kurve mehr darstellen, bei der eine Zunahme der Hortmenge mit einer Senkung des Zinsfußes in Verbindung steht; ein Zinsfuß unterhalb dieser Grenze soll mit verschiedenen Mengen von tatsächlichen Hortbeständen verträglich sein: mit jener Geldmenge, die bei der bestehenden Liquiditätsvorliebe gerade erforderlich ist, damit der Zinsfuß nicht steigt, und mit allen möglichen größeren Hortmengen.

J. R. Hicks stellt jedenfalls auf folgendes ab: wenn der Zinsfuß auf einem derartigen Niveau steht bei einer Hortmenge M_2, die größer ist, als erforderlich wäre, um den Zinsfuß nicht steigen zu lassen, dann kann die Geldmenge M_2 vermindert werden, ohne daß der Zinsfuß steigt. Die aktive Zirkulation kann sich als eine Folge der Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ausdehnen auf Kosten der Geldmenge M_2, ohne Rückwirkung auf den Zinsfuß. Es gilt für diesen Sonderfall nicht, was sonst nach der Keynes'schen Theorie gelten müßte: nämlich daß bei gegebener Gesamtgeldmenge und gegebener Liquiditätsvorliebe L_2 der Zinsfuß um so höher ist, je höher Einkommen und Beschäftigung, je größer also der aktive Geldbedarf.

Es leuchtet ein, daß unter diesen Voraussetzungen die Grenzproduktivität des Kapitals für den Zinsfuß bedeutungslos und lediglich für das Investitions-, das Einkommensvolumen und den Beschäftigungsgrad belangvoll ist. Da aber für die tatsächliche Wirtschaft bisher ein Zinsfuß von 2—2½ % nicht aktuell wurde, dürfte eine generelle Aussage über die Bedeutung der Nachfragekurve des Kapitals für den Zinfuß nicht auf eine Argumentation gestützt werden, die ein derartiges niedriges Zinsniveau voraussetzt. Daß praktisch die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals keinen Einfluß auf den Zinsfuß habe, bedarf eines gesonderten Beweises.

Zu Grund (2): Hicks behauptet weiter, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals könne aus dem Grund irrelevant für den Zinsfuß sein, „because . . . . . . there is a maximum to the level of income which can be financed with a given amount of money“ [383]).

Wenn die Ausführungen Hicks' richtig interpretiert sind, dürfte Hicks hier auf die Umlaufsgeschwindigkeit der aktiven Geldmenge abstellen: Hicks setzt ja voraus, daß die Gesamtgeldmenge und die Liquiditätsvorliebe L_2 gegeben sind und damit kann man der Folgerung, die Erhöhung des Einkommens werde die Geldmenge M_2 vermindern und dadurch den Zinsfuß

384) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 173.
385) Derselbe, a. a. O. S. 170 (unten).
386) a. a. O. S. 170 (oben); ferner a. a. O. S. 183, 2. Absatz.

steigern (es handelt sich hier ja nicht mehr um den Sonderfall, bei dem keine eindeutige Beziehung zwischen Geldmenge M_2 und Zinsfuß bestehen soll), nur ausweichen, wenn man unterstellt, die Umlaufsgeschwindigkeit der aktiven Geldmenge beschleunige sich, d. h. die Liquiditätsvorliebe aus dem Einkommens- und dem Geschäftsmotiv hänge insoweit nicht vom Einkommen ab.

Die grundsätzliche These Keynes', die Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatz- und Vorsichtsmotiv hänge vom Einkommen ab, steht aber einer derartigen Lösung des Problems entgegen. Es könnte jedoch interpretiert werden, Keynes räume gewisse Spielräume in der Umlaufsgeschwindigkeit der Geldmenge M_1 ein; z. B. bezüglich der Geldmenge, die liquid gehalten wird, in der Absicht, Vorsorge zu treffen, „für unvorhergesehene, sofortige Ausgabe erfordernde Posten und für unvorhergesehene Gelegenheiten zu vorteilhaften Käufen . . ." [387]): es könnte angenommen werden, die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit sei jener Zeitpunkt, in dem diese Reservefonds, angelegt, um günstige Einkaufschancen wahrnehmen zu können, ihrer Zweckbestimmung zugeführt werden, weil eben jetzt eine Ausdehnung der Produktion oder eine neue Produktion rentabel erscheint. Insoweit im Aufschwung derartige Kassenreserven mobilisiert werden, könnte eine Erhöhung der Umlaufsgeschwindigkeit des aktiven Geldes eintreten, die ein Quid-pro-Quo für eine Ausdehnung des aktiven Geldvolumens darstellt.

Indessen dürfte der Umfang dieser toten unternehmerischen Kassenreserven, die im Falle eines allgemeinen Wirtschaftsaufschwunges, der durch eine Erhöhung der Ertragserwartungen der Unternehmer entsteht (für den Fall, daß eine Senkung des Marktzinsfußes den Aufschwung auslöste, würde der Tendenz, derartige Reserven zu mobilisieren, die Tatsache entgegenstehen, daß sich die „Kosten der Annehmlichkeit einer großen Barreserve in Größen entgehenden Zinses gemessen, verringern"), ihrem Bestimmungszweck zugeführt werden, nicht sehr erheblich sein; Keynes veranschlagt ihn jedenfalls nicht als bedeutend [388]).

Der von Hicks geführte Beweis für die Keynes'sche These von der Irrelevanz der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals für den Zinsfuß erscheint derart nicht als ausreichend. Soweit aber diese Beweisführung nicht als ausreichend erachtet wird, bleibt nur der Schluß übrig, die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals führe, sofern der Zinsfuß noch nicht seine Untergrenze erreicht, d. h. eine, den Sachverhalten der Wirklichkeit entsprechende Höhe hat, ceteris paribus zu einer Erhöhung des Marktzinsfußes.

Die Ausführungen Keynes' erwecken jedoch häufig den Eindruck, Keynes erachte vielleicht deshalb die Kapitalnachfrage für zins-irrelevant, weil er stillschweigend annimmt, eine Veränderung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals lasse eines der „Cetera" nicht unverändert, nämlich die Liquiditätsvorliebe L_2.

---

387) Keynes, a. a. O. S. 164 (unten).

388) Dies geht eben daraus hervor, daß Keynes die Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatz- und Vorsichtsmotiv schlechthin von dem Stand des Einkommens abhängen läßt, und die Umlaufsgeschwindigkeit der aktiven Geldmenge bei einem als konstant angenommenen institutionellen und konventionellen Hintergrund als kaum zu Veränderungen geneigt annimmt (vgl. Allgemeine Theorie, S. 165 (oben)).

Keynes hat den Begriff der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in Kategorien des erwarteten und nicht des laufenden, tatsächlichen Ertrages definiert[389]; derart gehen in den Begriff der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals alle Antizipationen der produzierenden Unternehmer, alle Risikofaktoren der Produktion an sich und der speziellen in Frage stehenden Produktionsart ein, alle Stimmungsfaktoren, der Grad der unternehmerischen Risikoübernahmebereitschaft, usw. Gleichzeitig aber sagt Keynes — wenigstens in der herangezogenen Besprechung seiner eigenen Theorie[390] — über die Liquiditätsvorliebe L_2: „our desire to hold Money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future“[390].

Wenn Liquiditätsvorliebe und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals derart definiert sind, schließt eine Aussage, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals habe sich erhöht, die weitere Aussage ein, die Liquiditätsvorliebe sei gesunken: verbesserte Ertragserwartungen der Unternehmer, vermindertes Produktionsrisiko, sind gleichbedeutend mit einer Verminderung des Grades des „distrust of our own calculations and conventions concerning the future“. Die Aussage, die Grenzleistungsfähigkeit sei gestiegen, und die Aussage, die Liquiditätsvorliebe sei gesunken, betrachten den gleichen Sachverhalt unter verschiedenen Aspekten; gesunkene Liquiditätsvorliebe erscheint insoweit als ein Synomym für gestiegene Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals.

Wenn dies in Rechnung gestellt wird, ist der Weg frei, auf den Bahnen der Keynes'schen Gedankengänge zu der Folgerung zu gelangen, eine Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals berühre die Höhe des Marktzinsfußes nicht: der Tendenz zur Erhöhung — Vermehrung des Geldbedarfes der aktiven Zirkulation und Entzug dieser Geldmittel von der inaktiven Zirkulation — steht die Tendenz zur Senkung des Zinsfußes gegenüber — Senkung der Liquiditätsvorliebe; beide Tendenzen können sich in ihrem Zusammenwirken kompensieren, womit der Zinsfuß unverändert bleibt. Es lassen sich Stellen finden, aus denen hervorgeht, Keynes habe bemerkt, welche Konsequenzen sich aus seinen Definitionen von Liquiditätsvorliebe L_2 und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals bezüglich des Verhältnisses dieser beiden Begriffe zueinander ergeben. Zum Beispiel wenn Keynes sagt: „When a more pessimitic view is taken about future yields, that is no reason why there should be a diminished propensity to hoard. Indeed, the conditions which aggravate the one factor tend, as a rule, to aggravate the other. For the same circumstances which lead to pessimistic views about future yields are apt to increase the propensity to hoard“[391]. (Was hier für den negativen Fall gesagt wurde, dürfte auch für den positiven gelten).

Aber Keynes hat niemals betont, daß dieses logisch-begriffliche Zusammenfallen zwischen verminderter Liquiditätsvorliebe und gestiegener Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals **die** notwendige, systematisch-theoretische Bedingung dafür sein muß, um an Hand seiner Theoreme und Begriffsbildungen einen zinssteigernden Einfluß der Nachfragekurve des Kapitals auszuschalten.

389) Keynes, Allgemeine Theorie, 13. Kapitel (S. 139 et passim.).
390) Keynes, The General Theory of Employment, S. 216; vergleiche den 1. Abschnitt dieses Kapitels.
391) Keynes, a. a. O. S. 218.

Es ist überflüssig, an dieser Stelle zu betonen, daß der Versuch, auf diesem Wege eine Uebereinstimmung zwischen der These Keynes', die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals berühre den Zinsfuß nicht, und der anderen These, der Zinsfuß hänge ceteris paribus ab von der für Horte verfügbaren Geldmenge M_2, herzustellen, lediglich formalen Wert hat, wenn grundsätzliche Zweifel gehegt werden bezüglich der These, der aktuelle Zinsfuß sei ceteris paribus eine Funktion der für Horte verfügbaren Geldmenge M_2.

Ebenso erübrigt es sich an dieser Stelle darauf einzugehen, daß in der durch eine Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit gekennzeichneten Situation die Gesamtgeldmenge gar nicht gleich bleiben wird, vielmehr positiv mit dem Stand des Einkommens korreliert [392]).

Das Resultat Keynes', die Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals erhöhe lediglich Einkommen und Investition, nicht aber den Zinsfuß, erscheint als eine für die tatsächliche und nicht eine Modellwirtschaft u. U. zutreffende Feststellung; nicht so aber die Begründung, die Keynes dafür gibt, bzw. die Begründung, die man suchen muß, um aus den Keynes'schen Theoremen diese Feststellung in logisch einwandfreier Weise abzuleiten.

Die richtige Quintessenz der Aussage, die Erhöhung der unternehmerischen Rentabilität erhöhe das Volumen der Neuinvestitionen und nicht den Zinsfuß, dürfte darin gelegen sein, daß es tatsächlich für die Vornahme von zusätzlicher (d. h. über die laufende Ersparnis vermehrter) Investition, auch ohne zusätzliche, ad hoc einsetzende Geldvermehrung, monetäre Spielräume gibt, daß zunehmende Rentabilität der Unternehmungen die Umlaufsgeschwindigkeit der Gesamtgeldmenge irgendwie beschleunigen kann [393]); aber diese Erscheinungen gehen Hand in Hand mit einer Vermehrung der Gesamtgeldmenge, die keine zusätzliche, ad hoc einsetzende Kreditschöpfung ist, sondern aus der Wirtschaftsbewegung selbst heraus entsteht — was besonders für die Proportion von Giralgeld zu notalem Geld, aber auch für Währungsgeld gelten dürfte. —

Lassen wir auf einen Zustand des Keynes'schen Gleichgewichtes zwischen Einkommen, Neuinvestition und Hang zum Verbrauch, der Uebereinstimmung von Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Zinsfuß, der Uebereinstimmung des Zinsfußes mit Liquiditätsvorliebe und Geldmenge eine primäre Schwächung der Verbrauchsneigung treffen.

Keynes lehnt ausdrücklich ab, daß die Zunahme der Sparneigung irgendwie den Marktzinsfuß senken könne: „Wenn der Leser immer noch verwirrt

392) vgl. den 1. und 2. Abschnitt dieses Kapitels der Arbeit.

393) Der Grundgedanke, daß monetäre Faktoren ein irgendwie „zusätzliches Kapitalangebot" bewerkstelligen können aus der Wirtschaft selbst heraus, taucht z. B. in den Argumentationen M. W. Holtrops (Die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, in: Beiträge zur Geldtheorie, herausgegeben von F. A. Hayek, Wien 1933) auf; Veränderungen in den konventionellen Zahlungs- und Kassenhaltungsgewohnheiten können nach H. ein zusätzliches Kapitalangebot darstellen (S. 169 et passim). Bei J. R. Hicks (in: Gleichgewicht und Konjunktur) erscheinen diese Spielräume gegeben, nicht durch Veränderung der konventionellen und institutionellen Faktoren, sondern durch Veränderung der subjektiven Risikofaktoren: eine Veränderung des Risikofaktors verändert die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, durch Verminderung der unternehmerischen Kassenhaltung. In der Allgemeinen Theorie erscheinen die objektiven, institutionellen und konventionellen Bestimmungsgründe der Kassenhaltung als weitgehend unverändert, und eine Veränderung des Unsicherheits- bzw. Risikofaktors oder der Liquiditätsvorliebe im eigentlichen Sinne entscheidend für eine Zinssenkung und von hier aus für eine Einbeziehung bestimmter Teile der inaktiven Geldmenge in die aktive Zirkulation.

394) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 178 (Ende des vorletzten Absatzes).

ist, möge er sich fragen, warum, da die Geldmenge unverändert ist, ein neuer Akt der Ersparnis die Summe vermindern sollte, die zum bestehenden Zinsfuß in flüssiger Form zu halten gewünscht wird" [394]). Wenn Keynes lediglich gesagt hätte, der Zinsfuß bestimme sich nach der Liquiditätsvorliebe, d. h. nach der Prämie, die der „letzte" Besitzer liquider Vermögensmassen für die Aufgabe der Liquidität fordere, dann wäre seine eben angeführte Aussage überzeugend: die Prämie, die für Aufgabe der Liquidität gefordert wird, bliebe gleich angesichts einer bestehenden, grundsätzlich unveränderten Abneigung gegen die Aufgabe der Liquidität, ob nun mehr Leute sparen oder weniger, ob größere Summen gespart werden oder geringere. Da aber Keynes feststellt, der Zinsfuß hänge ab von der Liquiditätsvorliebe **und** der für Horte verfügbaren Geldmenge M_2, muß gefolgert werden, eine zunehmende Sparneigung, der eine entsprechende Erhöhung der Investition nicht gegenübertritt, führe über die Verminderung des Einkommens und der aktiven Geldmenge und über die Zunahme der Geldmenge M_2 ceteris paribus zu einer Senkung des Marktzinsfußes. Zu diesem Problem äußert sich D. H. Robertson folgendermaßen: „If the event in question deprives the producers of consumption goods of income, it reduces by the same act their ability to hold money for "transaction" and "precautionary" purposes. It is only if they resist . . . . by continuing to indulge in expenditure, to offer employment and hence to hold money balances on the old scale, that liquidity preference as defined will remain unchanged. . . . . If such a situation does *not* [395]) exist, there is nothing in the doctrine of liquidity preference to invalidate the common sense view that the increased demand for securities will tend to raise their prices" [396]).

Wie bei dem analogen Fall einer Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals müßte auch hier anerkannt werden, daß, sofern der Zinsfuß seinen Minimalstand schon erreicht hat, eine Veränderung des Volumens der Geldmenge M_2 bedeutungslos für den Zinsfuß wird, deshalb auch die Vermehrung der inaktiven Geldmenge durch Sparen den Zinsfuß nicht weiter senken kann.

Von diesem Sonderfall abgesehen, könnte man der Folgerung, gesunkene Verbrauchsneigung müsse cet. par. über die Vermehrung der Geldmenge M_2 den Zins senken, nur ausweichen, wenn man die zusätzliche Annahme macht, gesunkene Verbrauchsneigung löse gleichzeitig eine Gegentendenz, eine Zunahme der Liquiditätsvorliebe, aus, die die zinssenkende Wirkung aufhebt. Es ist zu vermuten, daß Keynes eine Koinzidenz zwischen plötzlicher Vermehrung der Sparquote und demgemäß Vermehrung der hortbaren Geldmenge und Zunahme der Liquiditätsvorliebe als Folge der unternehmerischen Absatzstockung vorgeschwebt hat [397]): Keynes nimmt an, die derart

---

395) Kursiv bei D. H. Robertson!

396) D. H. Robertson, Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, S. 187 (Mitte). Daß die Aussage, Sparen senke den Zinsfuß ceteris paribus durch eine Vermehrung der hortfähigen Geldmenge M_2, grundsätzlich verschieden ist von der klassischen Anschauungsweise vom Wesen und der Funktion der Ersparnis, vgl. den 1. Abschnitt des I. Kapitels dieses Teiles der Arbeit. Den Unterschied betont besonders P. Bauer, a. a. O. S. 102/103: B. sagt, die klassischen Nationalökonomen wären kaum einverstanden mit der Feststellung, eine Theorie, der gemäß Sparen den Zinsfuß senken könne über den Weg einer Verminderung des Einkommens, stelle eine Annäherung an ihre Theoreme dar.

397) vgl. das oben in dem Zusammenhang der Erörterung der Wirkungen einer Erhöhung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitels Gesagte!

verursachte Absatzstockung senke die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals: „Ueberdies stützt sich die Erwartung zukünftigen Verbrauches so stark auf die laufende Erfahrung gegenwärtigen Verbrauches, daß eine Verminderung des letzteren voraussichtlich die erstere herunterdrücken wird, mit der Folge, daß der Akt der Ersparnis nicht nur den Preis der Verbrauchsgüter drücken wird, und die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals unberührt lassen wird, sondern tatsächlich dazu neigen kann, auch die letztere herunterzudrücken“ 398). Und von der Annahme verminderter Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zu der Annahme erhöhter Liquiditätsvorliebe ist dann nur noch ein kleiner Schritt 397).

Aber es fehlt wieder die grundsätzliche Betonung seitens Keynes', daß die weitere Annahme, zusätzliches Sparen könne die Liquiditätsvorliebe L_2 steigern, conditio sine qua non ist für die Stichhaltigkeit seiner Behauptung, zusätzliche Ersparnis könne den Zinsfuß niemals senken.

Das Resultat Keynes' über die Wirkung einer plötzlich erhöhten Sparquote erscheint nicht grundsätzlich anfechtbar; wie bei der Aussage über die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals kann aber nicht überzeugen die methodische und technische Konstruktion.

5. Ueberprüfung der Einspielung des Marktzinsfußes bei einer Veränderung der Geldmenge.

Nach Keynes soll jede Veränderung der Gesamtgeldmenge derart ihre ökonomischen Wirkungen entfalten, daß die neue Geldmenge M_2 in Wechselwirkung der Liquiditätsvorliebe L_2 gegenübertritt und hierdurch einen neuen Marktzinsfuß bestimmt; erst dieser neue Marktzinsfuß übt eine direkte Wirkung auf Investition, Produktion, Einkommen und Preise aus. „. . . . es ist gerade der Einfluß auf das Spekulationsmotiv, durch den die geldliche Führung (oder, in Abwesenheit einer geldlichen Führung, zufällige Aenderungen in der Geldmenge) auf die wirtschaftliche Ordnung wirkt“ 399). Der Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv schreibt Keynes eine besondere „Wichtigkeit in der Uebermittlung der Wirkungen einer Aenderung in der Geldmenge“ 400) zu.

Sofern es sich um Geldvermehrung im Wege einer Offenmarktoperation der obersten Geldbehörde handelt, soll die Existenz einer Kurve der Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv, „die Aenderungen in der Nachfrage nach Geld zur Befriedigung des Spekulationsmotivs mit Aenderungen im Zinsfuß . . . . . . verbindet“ 401), conditio sine qua non dieser Art von Geldvermehrung sein: „In der Tat ließen sich, wenn dies nicht so wäre, „offene Marktoperationen“ gar nicht durchführen. Ich habe gesagt, daß die Erfahrung die oben angeführte, ununterbrochene Beziehung anzeigt, weil das Banksystem unter normalen Umständen immer Schuldscheine gegen Bargeld kaufen . . . . kann, indem es den Preis der Schuldscheine um einen mäßigen Betrag im Markte hinauf . . . . bietet; und je größer

398) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 176, 1. Absatz.
399) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 165 (vorletzter Absatz).
400) a. a. O.

die Menge von Bargeld, die es durch den Kauf . . . . . von Schuldscheinen und Darlehen zu schaffen . . . . sucht, desto größer muß die Senkung . . . . . des Zinsfußes sein“ [402]). Die „Tabelle der Vorliebe für Liquidität“ soll uns sagen, „um wieviel der Zinsfuß fallen muß, damit das neue Geld durch willige Besitzer aufgenommen werden kann“ [403]).

Es könnte bezweifelt werden, ob tatsächlich das Vorliegen einer Liquiditätsfunktion L_2 notwendige Bedingung für die Geldvermehrung durch Offenmarktoperationen sei. Selbstverständlich ist, daß Offenmarktoperationen mit Aenderungen im Marktzinsfuß in Verbindung stehen: denn das Objekt, auf das sich die Kaufaktionen beziehen, sind festverzinsliche Wertpapiere und wenn die Nachfrage nach diesen steigt durch die zusätzliche Nachfrage der Währungsbehörde, muß der Kurs steigen, d. h. der Marktzinsfuß sinken [404]).

Unterstellen wir, daß in einem gegebenen Zeitpunkt eine bestimmte Nachfrage und ein bestimmtes Angebot an derartigen Wertpapieren vorliegt und daß dieses Angebot und diese Nachfrage zu einem bestimmten Marktpreis des Kaufobjektes ausgeglichen würden. Wenn die Währungsbehörde sich zu diesem Marktpreis in die Kauf- bzw. Nachfrageseite einschalten will, kann ceteris paribus der alte Preis nicht mehr der Marktpreis sein: denn zu eben diesem Preis ist die Nachfrage größer als das Angebot; erst bei einem höheren Preis werden Angebot und Nachfrage gleich sein.

Um diesen Erfolg, Senkung des Marktzinsfußes und Vermehrung der Geldmenge (da es sich ja ex definitione um eine reine zusätzliche Nachfrage handelt), abzuleiten, bedarf es nicht der Annahme einer Kurve der Liquiditätsvorliebe, die anzeigen soll, bei welchem Zinsfuß die zusätzliche Geldmenge aufgenommen wird: Sofern bei einer bestimmten Gruppe des Börsenpublikums die Bereitschaft besteht zu einem bestimmten Preis eine bestimmte Menge zu verkaufen, dieser Verkaufsbereitschaft eine entsprechende Kaufbereitschaft zum gleichen Preis gegenübergestanden hätte, und allein die Einschaltung der zusätzlichen Nachfrage seitens der Währungsbehörde den Preis steigert, bekommen die Verkäufer einfach gemäß den Gesetzen der freien Marktpreisbildung einen höheren Preis, weil die einen geringeren Preis bietenden Nachfrager ausgeschaltet werden — ohne daß deswegen schon gesagt werden könnte, es bestehe gemäß dem niedrigeren Zinsfuß eine größere Nachfrage nach Geld. Sofern aber die Währungsbehörde einfach einen bestimmten Preis bietet und abwartet, welche Verkaufsbereitschaft sich zu diesem Preis einstellt, hängt wohl das Volumen der Offenmarkttransaktionen und damit der neuzuschaffenden Geldmenge ab von der Reaktionsweise des Börsenpublikums auf diesen Marktpreis; aber es muß deswegen noch keine Kurve der Liquiditätsvorliebe L_2 vorliegen, die verschiedene Geldmengen mit verschiedenen Zinssätzen in eine fortlaufende

401) a. a. O. S. 165 (Ende des vorletzten Absatzes).

402) a. a. O. S. 165 (Anfang des letzten Absatzes).

403) a. a. O. S. 252 (vorletzter Absatz).

404) Keynes formuliert diese Beziehung zwischen Kaufaktion, Kursstand und Marktzinsfuß folgendermaßen: „Diese besondere Analyse wird somit nur nützlich und bedeutungsvoll sein, insofern irgendwelche durchaus unmittelbare oder absichtliche Beziehung zwischen Aenderungen in der Geldmenge und Aenderungen im Zinsfuß besteht. Unser Grund für die Annahme, daß eine solche besondere Beziehung besteht, ergibt sich aus der Tatsache, daß, allgemein gesprochen, das Banksystem und die Währungsbehörde in Geld und Darlehn handeln und nicht in Vermögensbeständen und verzehrbaren Gütern.“ (S. 172 (2. Absatz)).

Beziehung setzt. Der neue Zinsfuß ist in diesem Falle einfach der Satz, zu dem die Währungsbehörde kauft, er ist keine „Wirkung" der Geldvermehrung[405]).

Es ist durchaus möglich, daß der notwendige Partner für die Offenmarktoperationen eine Gruppe von Individuen ist, die aus spekulativen Beweggründen Effekten verkaufen und die durch den von der Währungsbehörde gebotenen Preis zu Verkäufen in bestimmter Höhe veranlaßt werden. Aber es besteht keine Notwendigkeit, daß stets die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv zu Verkäufen veranlaßt. Die Verkäufer der Effekten können sich aus Kreisen der „produktiven" Wirtschaft rekrutieren, die seinerzeit die Effekten gekauft haben zum Zwecke einer Anlage des Vermögens — sei es Sparkapital im eigentlichen Sinne des Wortes oder unternehmungsmäßige Rücklagen usw. — und die nun verkaufen, um den Erlös seiner gesetzten Zweckbestimmung zuzuführen.

Sofern z. B. Unternehmungen, die Reserven gebildet und in Effekten angelegt haben, der Währungsbehörde direkt oder indirekt Effekten verkaufen, um mit dem Erlös eine Investition oder eine Ausdehnung der Produktion zu finanzieren, kann der Grad, zu dem in dem fraglichen Zeitpunkt Investitionen usw. rentabel erscheinen, von Einfluß sein für das Volumen der Offenmarkttransaktionen, das die Währungsbehörde bei einem bestimmten Preisangebot durchführen kann. Oder, die Währungsbehörde kann mit ihrem Preisgebot gerade mit darauf abstellen, die Mobilisierung dieser Reserven, ihren Einsatz in die Produktion anzuregen, indem sie eine gewinnreiche Liquidierungs-Chance bietet.

Unter diesen Umständen sind andere, als bloß spekulative Motivationen für den Preis, den die Währungsbehörde bietet, bzw. für das Volumen, das die Offenmarkttransaktionen erreichen, vom Einfluß[406]). Die Offenmarktoperation mag u. U. gerade aus dem Grunde vorgenommen werden, weil eine allgemein hohe Rentabiltät der Produktion überhaupt zu einer Abstoßung unternehmerischen Effektenbesitzes zu führen scheint und von hier aus ein unerwünschter Druck auf den Kursstand der festverzinslichen Wertpapiere befürchtet wird, den eben die aktive Einschaltung der Währungsbehörde auffangen soll.

Keynes' Aussage, daß die Wirkungen der Offenmarkttransaktionen sich ergeben aus der Wechselwirkung zwischen der neuen, vermehrten Geldmenge M_2 und der Kurve der Liquiditätsvorliebe L_2, erscheint schon aus diesen Gründen als zu eng und nicht alle maßgebenden Faktoren berücksichtigend.

---

405) Man könnte versucht sein, den Ausdruck, den G. Haberler für die Methode Keynes' (bei der Besprechung des „Multiplikators") geprägt hat, „treating . . . a relationship by definition as a causal relationship" (Haberler: Mr. Keynes' Theory of the "Multiplier", a. a. O. S. 300) auf die Ausführungen Keynes' über die Wirkungen von Offenmarktoperationen anzuwenden: Die Einschaltung der Währungsbehörde auf der Nachfrageseite ist definitionsgemäß mit einer Beeinflussung des Zinsfußes und einer Aenderung der Geldmenge verbunden.

406) Auf diesen Sachverhalt, daß nicht lediglich die spekulative Liquiditätsvorliebe die entsprechende Nachfrage nach dem neuen Geld auslösen soll, bzw. nicht diese Liquiditätsvorliebe allein bestimmen kann, bei welchem Zinsfuß eine gegebene Neuemission von Geld untergebracht werden kann, zielt eine Bemerkung D. H. Robertsons zur Allgemeinen Theorie ab: „ . . . it is evident that . . . . . productivity conditions, as embodied, if we like, in a curve of declining "marginal efficiency of capital" are exercising . . . . . an important effect in determining the rate of interest which will be associated with a given emission of money." (D. H. Robertson, Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, S. 176.).

Keynes unterscheidet zwei mögliche Wirkungsweisen der Offenmarktoperationen: „Bei der Behandlung des Spekulationsmotivs ist es jedoch wichtig, zwischen den Aenderungen im Zinsfuß zu unterscheiden, die auf Aenderungen im Angebot von zu Befriedigung des Spekulationsmotivs verfügbarem Geld zurückzuführen sind, ohne daß damit irgendwelche Aenderung in der Funktion der Liquidität verbunden war, und jenen, die hauptsächlich auf Aenderungen in der Erwartung, welche die Funktion der Liquidität selbst beeinflussen, zurückzuführen sind. Offene Marktoperationen können in der Tat den Zinsfuß durch beide Wege beeinflussen, da sie nicht nur die Geldmenge ändern, sondern auch geänderte Erwartungen über die zukünftige Politik der Zentralbank oder der Regierung hervorrufen können. Aenderungen in der Funktion der Liquidität selber, hervorgerufen durch Aenderungen in den Nachrichten, die eine Berichtigung von Erwartungen verursachen, werden oft ungleichmäßig sein und daher eine entsprechende Ungleichmäßigkeit der Aenderung im Zinsfuß hervorrufen“ [407]).

Schon oben [408]) wurde gezeigt, daß schwer vorgestellt werden kann, die Fülle der spekulativen Erwartungen und der durch die entsprechenden Erwartungen verursachten, spekulativen Verhaltensweisen bleibe eine gegebene, wenn und während sich der Zinsfuß oder die Faktoren Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren verändern. Es kann folglich keine Rede davon sein, daß der neue Zinsfuß sich danach bestimmen könne, in welchem Punkt die neue Geldmenge M_2 die alte Kurve der Liquiditätsvorliebe L_2 schneide. Mithin kann der grundsätzliche Unterschied, den Keynes zieht zwischen den zwei möglichen Wirkungsweisen der Offenmarktoperation, nicht anerkannt werden.

Wenn die Wirkungen einer bestimmten Offenmarktoperation aus der Retrospektive verfolgt werden, kann festgestellt werden, eine Offenmarktoperation habe die Börsentendenz, die Grundrichtung des Kursstandes, nicht verändert — während von einer anderen Offenmarktoperation das Gegenteil ausgesagt werden kann. Aber eine solche Aussage hat nichts zu tun mit der Anschauung Keynes', es gebe die zwei grundsätzlich verschiedenen Wirkungsmodalitäten.

Die zusätzliche Nachfrage nach Effekten geht in die Kalkulationen über den voraussichtlichen zukünftigen Zinsfuß ein; ob die Offenmarktpolitik eine grundsätzliche Aenderung in der allgemeinen Anschauung über den künftigen Kursstand bewirkt, ist Tatfrage und hängt ab von dem Intensitätsgrad, mit dem die Zentralnotenbank ihr Ziel verfolgt, bzw. davon, ob die Zielsetzung auf eine Aenderung des Kursstandes gerichtet ist oder auf die Aufrechterhaltung eines gegebenen Kursstandes. Aber es besteht keine präsumtiv gegebene, spekulative Liquiditätsfunktion, aus der, je nach der gegenübertretenden Geldmenge M_2, der Zinsfuß diagnostiziert werden könnte.

Keynes räumt allerdings selbst ein, daß Umstände auftreten können, die verhindern, daß der Zinsfuß sich nach der, von ihm aufgewiesenen Gesetzmäßigkeit einspiele [409]), und kommt zu der Schlußfolgerung, der Erfolg einer

---

407) Keynes, a. a. O. S. 166 (2. Absatz).
408) vgl. I. Kapitel, 2. Abschnitt, und II. Kapitel, 1. Abschnitt der Arbeit.
409) Siehe Allgemeine Theorie, S. 167 (unten), S. 169 et passim.
Daß Keynes selbst vom Prinzip so viele Einschränkungen macht, veranlaßt A. Amonn zu fol-

auf Zinssenkung gerichteten Offenmarktpolitik hänge ab davon, ob es der Zentralbank gelinge, die konventionelle Anschauung über das angemessene voraussichtliche Niveau des Zinses zu ändern, denn der Zinsfuß sei eine „konventionelle Erscheinung“ [410]): „Soweit wir aus ermutigenderen Erwägungen einigen Trost ziehen können, muß dieser von der Hoffnung abgeleitet werden, daß gerade weil die Konvention nicht in sicherer Kenntnis verwurzelt ist, sie gegenüber einem geringen Maß Beharrlichkeit und Zielbewußtsein seitens der Währungsbehörde nicht immer einen ungebührlichen Widerstand leisten wird“ [411]).

Damit anerkennt Keynes als wesentlichen Bestimmungsgrund des Zinsfußes allein die Liquiditätsvorliebe L_2.

Ueber die Aenderung des Zinsfußes sollen sich — so glaubt Keynes — die Wirkungen der Geldvermehrung auf Einkommen und Produktion ergeben: „Es kann angenommen werden, daß eine Aenderung in M eine Aenderung in r herbeiführen wird, und eine Aenderung in r wird zu einem neuen Gleichgewicht führen, teilweise durch eine Aenderung von M_2 und teilweise durch eine Aenderung von Y (Y = das Gesamteinkommen, D. V.) und folglich von M_1. Die Verteilung des Zuwachses von Bargeld zwischen M_1 und M_2 in der neuen Gleichgewichtslage wird davon abhängen, wie die Investition auf eine Senkung des Zinsfußes und das Einkommen auf eine Vermehrung der Investition reagiert. Da Y teilweise von r abhängt, folgt, daß eine gegebene Aenderung in M eine Aenderung in r verursachen muß, die genügt, daß die sich ergebenden Aenderungen in M_1 und M_2 sich zusammen auf die gegebene Aenderung in M belaufen werden“ [412]).

Herrod interpretiert die Ansicht Keynes' folgendermaßen: „Suppose the banks to increase the total amount of money available by open market operations. The increment may eventually be divided between active circulation and liquid reserves. An increase of money available for liquid reserves will tend tó reduce the rate of interest; and so to increase investment; this will increase the level of income through the multiplier in accordance with the marginal propensity to consume. The increase of income involves an increase of turnover and of prices . . . . This involves an increased use of money in active circulation. Thus the fall in the rate of interest will not be so great as it would be if all the new money went into liquid reserves. The money will be divided between the two uses . . . . The comparative size of the increments will depend on the current elasticity of the liquidity-preference schedule and the current elasticity of the marginal productivity of capital schedule“ [413]). Die grundsätzlichen Bedenken, die schon oben [414]) gegen diese Ansicht erhoben wurden, können wiederholt werden: daß es ein Ding der Unmöglichkit ist,

gender Bemerkung: „Diese Liquiditätspräferenz, deren „Tabelle die Geldmenge zum Zinsfuß in Beziehung setzt“, läßt sich, nach der Ansicht Keynes', darstellen als eine „leicht geneigte Kurve, welche den Zinsfuß sinkend zeigt, wenn die Geldmenge vermehrt wird“. Keynes führt verschiedene Gründe dafür an. Jedoch macht er gleich hierauf selbst so starke Einschränkungen, daß vom Prinzip kaum etwas anderes übrig bleibt, als die bekannte Tatsache, daß durch ein vermehrtes Geldangebot der Zins gesenkt . . . werden kann.“ (A. Amonn, a. a. O. (Fortsetzung), S. 149).

410) Keynes, a. a. O. S. 171 (im ersten Satz).

411) a. a. O. S. 171 (letzter Absatz).

412) a. a. O. S. 168 (vorletzter Absatz).

413) Harrod, a. a. O. S. 84 (2. Absatz).

414) vgl. oben, 2. Abschnitt der Arbeit. In diesem Zusammenhang wurde die eben angeführte Stelle aus Harrods Besprechung der Allgemeinen Theorie schon zitiert.

daß der präsumtive, durch den (erst zu bestimmenden) Zinsfuß ausgelöste und erst später in voller Höhe auftretende, Geldbedarf der aktiven Zirkulation in gleichzeitigem Zusammenwirken mit der Liquiditätsvorliebe L_2 den Zinsfuß bestimmen kann, der durch die Offenmarktoperation erreicht wird; sofern das Gesagte aber für den Gleichgewichtszinsfuß und nicht schon für den „ersten" durch die Offenmarktaktion erreichten Zinsfuß gilt, wird die Ableitung fragwürdig u. a. deshalb, weil nicht unterstellt werden kann, daß die Gesamtgeldmenge während der Einspielung des Gleichgewichtes die Gleiche bleibt. Keynes stellt offensichtlich bei der Erörterung der Offenmarktoperationen nur die Vermehrung der notalen Geldmenge (einschließlich des Giralgeldes, das bei der Notenbank entsteht) in Rechnung, nicht aber die Vermehrung der gesamten Giralgeldmenge, die sich aus einer Vermehrung der notalen Geldmenge ergeben kann. Die Giralgeldmenge, die auf Grund einer Vermehrung der Währungsgeldmenge entsteht, ist aber in ihrem quantitativen Ausmaß viel zu sehr Bestimmte, als daß sie Bestimmende des Systems sein könnte.

Grundsätzlich erscheint es fragwürdig, ob die Problemstellung, welche Wirkungen einem bestimmten Quantum von Geldvermehrung zukommen, zweckvoll sein kann. Es kann vielleicht von einem gegebenen Quantum Geldes gesprochen werden, das im Wege der Offenmarktpolitik entsteht, nicht aber von einem gegebenen Quantum der sonstigen Geldmenge: die Beanspruchung der Zentralnotenbank im Wege des normalen bankmäßigen Wechselgeschäftes und damit die in Umlauf befindliche (derart entstandene) Geldmenge ist in gewissem Sinne eine Funktion des Einkommens, der allgemeinen wirtschaftlichen Aktivität usw.; ähnliches gilt für die Giralgeldmenge. Wenn aber die Summe aus durch Offenmarktaktionen geschaffenem, neuem Geld plus der sonstigen Geldmenge von dem Stand des Einkommens, der gesamtwirtschaftlichen Tendenz usw. bestimmt ist, kann nicht erörtert werden, welche Wirkungen die vermehrte Gesamtgeldmenge auslöst. —

Bisher stand zur Diskussion, wie Keynes den Einfluß einer Geldvermehrung durch Offenmarktoperationen ableitet.

Nach Keynes soll jedoch auch für „zufällige Aenderungen in der Geldmenge" gelten, daß sie durch den „Einfluß auf das Spekulationsmotiv" „auf die wirtschaftliche Ordnung"[399]) wirken. Als Standardfall einer „zufälligen" Aenderung der Geldmenge erachtet Keynes im Fall einer reinen Goldwährung (mit freiem Prägerecht) die Ertragsteigerung des Goldbergbaues. Die Verbindung zum Spekulationsmotiv zieht Keynes auf folgende Weise: „In diesem Fall sind Aenderungen in M in erster Linie unmittelbar mit Aenderungen in Y verbunden, weil das neue Gold in der Form von Einkommen der Goldgräber entsteht. Genau die gleichen Bedingungen gelten, wenn Aenderungen in M auf das Drucken von Papiergeld durch die Regierung zur Bestreitung ihrer laufenden Ausgaben zurückzuführen sind; — auch in diesem Fall entsteht das neue Geld in der Form von Einkommen. Das neue Niveau des Einkommens wird jedoch nicht dauernd so hoch sein, daß der Bedarf an M_1 die ganze Zunahme in M absorbieren wird; und ein Teil des Geldes wird eine Verwendung im Kauf von Wertpapieren oder anderen Vermögenswerten suchen, bis r genug gesunken ist, um eine Zunahme in M_2 hervorzurufen und gleichzeitig eine Erhöhung in Y in einem solchen Grade anzuregen, daß das neue Geld entweder durch M_2

absorbiert wird, oder durch M_1, das der durch die Senkung in r verursachten Erhöhung in Y entspricht. Mit einigem Abstand wird dieser Fall somit auf das Gleiche herauskommen, wie der alternative Fall, in dem das neue Geld zuerst nur durch eine Lockerung der Kreditbedingungen seitens des Banksystms herausgebracht werden kann, so daß jemand veranlaßt wird, den Banken ein Darlehen oder einen Schuldschein gegen das neue Bargeld zu verkaufen" [415]).

Die Beziehung der neuen Geldmenge zum Zinsfuß und zur Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv ist jedoch in diesem, von Keynes dargestellten Fall, nicht durch die Tatsache der Geldvermehrung gegeben, wie Keynes anzunehmen scheint, sondern durch den Sachverhalt des Sparens und Nichtinvestierens, (bzw. der Divergenz zwischen Konsumneigung und Investitionsveranlassung) und die dadurch ausgelöste Einkommensminderung. Die Vermehrung der Geldmenge und des (Gesamt) Einkommens ist aber keine adäquate Bedingung dafür, daß die (Neu-)Investition nicht ausreichend ist, um die Kluft zwischen einem gegebenen Gesamteinkommen und dem Verbrauch aus diesem Einkommen auszufüllen. Sofern bei dem erhöhten Stand des Einkommens Konsumneigung und Neuinvestition sich entsprächen, würde die neue Geldmenge immer in der aktiven Zirkulation bleiben. Wenn gesagt wird, Geldvermehrung senke den Zinsfuß, weil bei dem erhöhten Stand des Einkommens eine unzureichende Veranlassung zur Investition und damit eine Senkung des Gesamteinkommens eintreten kann, dann ist die Beziehung zwischen Geldvermehrung und Zinssenkung eine allzu entfernte und keine notwendige. Der Versuch Keynes', auch für die „zufällige" Geldvermehrung eine Beziehung zum Spekulationsmotiv und zum Zinsfuß herzustellen, erscheint konstruiert.

Das Verfahren Keynes', im Gegensatz zur alten Quantitätstheorie [416]), der Geldmenge nur eine indirekte Wirkung auf Produktion und Preise zuzuschreiben, eine unmittelbare auf den Zinsfuß, erscheint richtig, wenn eine Geldvermehrung auf dem Wege der kreditmäßigen Geldschöpfung ins Auge gefaßt wird. Die grundsätzliche Beziehung zwischen Geldmenge und Zinsfuß kann nicht anerkannt werden, weil die Existenz einer fortlaufenden Kurve der Liquiditätsvorliebe von Keynes nicht überzeugend nachgewiesen wurde.

6. Beurteilung des Keynes'schen Verfahrens der Trennung der Gesamtgeldmenge in die „aktive" und die „inaktive" Zirkulation.

Es ist notwendig, mit einigen Worten einzugehen auf die Annahme Keynes', eine gegebene Gesamtgeldmenge teile sich auf zwischen der „aktiven" Sphäre, in der Einkommen und Produktion entsteht, und der „inaktiven" Sphäre, in der Geld nur gegen ausstehende Wertpapiere spekulativ umgesetzt wird, wobei das Zusammenwirken von „aktiver" und „inaktiver" Geldnachfrage den Zinsfuß und über diesen den relativen Anteil der beiden Sphären an der vorhandenen Gesamtgeldmenge bestimmen soll.

415) Keynes, a. a. O. S. 168 (oben).

416) Ueber den Systemunterschied zwischen Keynes und der Quantitätstheorie, vgl. J. R. Hicks, a. a. O. und R. F. Harrod a. a. O.

Diese Aufspaltung der Gesamtgeldmenge entspricht mit einigem Abstand der im „Treatise“ vorgenommenen Trennung des Geldkreislaufes in die „industrielle“ und die „finanzielle Zirkulation“ [417]) [418]).

Keynes gibt in der Allgemeinen Theorie keine genaue Darstellung, wie sich inaktive und aktive Kassenbestände in dem Kreislauf der Wirtschaft und des Geldes zueinander verhalten: d. h. die neue Geldgleichung Keynes' erfaßt, welche Kassenbestände in einem bestimmten Augenblick bestehen und aus welchen Beweggründen diese angelegt sind: das statische Bild der Gesamtkassenbestände sagt aus, daß in einem bestimmten Augenblick eine bestimmte Menge des gesamten Geldes für die Zwecke des Einkommens und der Produktion, der übrige Teil der gesamten Geldmenge aus dem Beweggrund der spekulativen Liquiditätsvorliebe in der Kasse gehalten wird [419]). Da sich nun der Umfang der Geldmenge M_2 danach bestimmen soll, was nach Abzug der für die Zwecke des Einkommens und der Produktion benötigten Geldmenge von der Gesamtgeldmenge verbleibt, muß angenommen werden, daß die reale Geldmenge, die in einem bestimmten Zeitpunkt inaktiver Kassenbestand war, in einem anderen Zeitpunkt aktiver Kassenbestand sein könne, und umgekehrt — die beiden Abteilungen also nicht körperschaft-materiell getrennt sind.

Oben [420]) wurde demgemäß das Verhältnis zwischen den beiden Geldmengen dahin interpretiert, daß, da ja, soweit das aus der Produktion entstandene Einkommen konsumiert, reproduziert und wieder konsumiert wird u. s. f., die fragliche Geldmenge immer aktiver Kassenbestand bleibt, die Verbindungsstelle zwischen aktiver und inaktiver Geldmenge beim Sparen liegen müsse: Gesparte Einkommensteile, die aus dem Beweggrund der spekulativen Liquiditätsvorliebe liquid gehalten werden, oder die in Wertpapieren „investiert“ und damit Wirtschaftssubjekten zufließen, die sie aus dem genannten Beweggrund ihrerseits „horten“, würden Geldmenge M_2. Umgekehrt würden, wenn „Spekulanten“ mit bisher liquid gehaltenen Beträgen (alte oder neue) festverzinsliche Wertpapiere kaufen von Personen, die den Erlös für die Zwecke des Verbrauches oder der Produktion ausgeben, insoweit Geldbeträge aus der Geldmenge M_2 zur Geldmenge M_1 hinüberwandern.

Damit derart überhaupt von einer Geld „menge“ M_2 gesprochen werden kann, ist erforderlich anzunehmen, daß jeder aktive Geldbetrag, der M_2 wird, eine bestimmte Zeitlang M_2 bleibt und erst nach einem bestimmten Zeitraum die inaktive Sphäre wieder verläßt, also in der Zwischenzeit aus spekulativen Beweggründen liquid gehalten wird, oder nur indifferent die Person wechselt, die ihn aus diesen Beweggründen liquid hält [421]). Eine

417) Keynes, Vom Gelde, 15. Kap., S. 197 ff.

418) Gewisse Unterschiede zwischen der Einteilung des Treatise und der Allgemeinen Theorie bestehen z. B. hinsichtlich der Geldmenge, die aus dem Vorsichtsmotiv gehalten wird (im Treatise ist noch nicht der Terminus „Vorsichtsmotiv“ vorhanden, aber es handelt sich um die gleiche Sache.): diese wird in der Allgemeinen Theorie zur aktiven Geldmenge gerechnet, sie zählt aber zur finanziellen Zirkulation des Treatise (vgl. Vom Gelde, 15. Kap., S. 202).

419) vgl. den 2. Abschnitt (Schluß) des I. Kapitels dieses Teiles der Arbeit.

420) vgl. den 1. Abschnitt dieses Kapitels der Arbeit.

421) Ad. Weber fragt, in seiner Besprechung der Allgemeinen Theorie, wohin die liquid gehaltenen Geldbeträge fließen: der Keynes'sche Begriff der Liquiditätsvorliebe postuliere doch letzten Endes eine „Hortung“ und diese müsse sich doch als Stückgeldanhäufung oder Giralgeldhortung (als Tatbestand lange Zeit nicht genutzter Giralguthaben) ausweisen. Zum Tatbestand der

„gegebene“ Geldmenge M_2 würde bedeuten, daß in den Reservoir M_2 eine bestimmte Menge Geldes vorhanden ist, während die konkreten, stücklichen Geldeinheiten wechseln können, weil ein ständiger Zustrom und ein ständiger Abfluß besteht.

Wenn die Keynes'sche Vorstellung von der Geldmenge M_2 in dieser Weise interpretiert wird, bedeutet sie, daß von zwei sonst völlig gleichen Wirtschaftsgesellschaften (gleich in Bezug auf Einkommen, Produktion, soziale und institutionelle Sachverhalte) diejenige mit organisiertem Effektenmarkt und demgemäß mit spekulativer Liquiditätsvorliebe eine größere Geldmenge insgesamt fordert, als diejenige ohne organisierten Effektenmarkt und ohne spekulative Liquiditätsvorliebe: denn bei der ersteren fällt stets ein bestimmter Teil der Geldmenge eine bestimmte Zeitlang für die Reproduktion des Einkommens aus.

Keynes bezieht seine Ausführungen über die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv ausdrücklich auf den organisierten Markt in Schuldscheinen, also auf die Effektenbörse. Erscheint nicht die Aussage Keynes', das Spekulationsmotiv erfordere eine bestimmte Geldmenge, als eine Variante des alten Problems, ob die Börse der Wirtschaft Geld, bzw. Kapital entziehe, da sie eben für ihre Umsätze ein bestimmtes Volumen Geldes beanspruche? [422]).

Könnte nicht die Ueberzeugung, daß ein großer Teil des Umsatzvolumens am Effektenmarkt von Geld und Geldumsätzen unabhängig ist (wie schon oben hervorgehoben), Zweifel auftauchen lassen, ob tatsächlich von der spekulativen Liquiditätsvorliebe Geld in beachtlichem Umfang liquid gehalten wird?

Zum Problem der Beziehung zwischen Effektenumsätzen und Geldmenge führen wir die Stellungnahme L. A. Hahns an: „Allenfalls könnte man behaupten, daß das bei den privaten Banken bestehende Giralgeld . . . zu den Effektenumsätzen benötigt wird. Aber eine solche Behauptung wäre höchstens formal richtig. Denn es ist klar, daß ein derartiges Giralgeld in Bezug auf Börsenumsätze überhaupt kein größenmäßig faßbares Etwas darstellt. Dies wird deutlich, wenn man an den innerhalb der Börse sogar regelmäßigen, außerhalb der Börse sehr häufigen Fall denkt, daß gleichzeitig Effekten gekauft und verkauft, d. h. getauscht werden. In diesem Falle werden überhaupt keine Giralgelder . . . . . in Bewegung gesetzt und gebunden. Es werden lediglich im Clearing eine Reihe von Abrechnungen und in den Büchern der Banken eine Reihe von Buchungen vorgenommen, ohne daß sich überhaupt neue „Saldi“ bilden müßten“ [423]). „Nach dem Gesagten, kann die Preisbildung an der Börse nicht von den für die Umsätze zur Verfügung

---

funktionellen Hortung im Sinne der Geldmenge M_2 genügt es jedoch — dies ist zu beachten —, daß ein bestimmter Geldbetrag eine bestimmte Zeitlang immer nur „finanziell“, „unproduktiv“ die Hände wechselt; es ist durchaus nicht notwendig, daß ein und dasselbe Wirtschaftssubjekt Geldmittel eine lange Zeit nutzlos in der Kasse behält; die Hortung der Geldmenge M_2 wäre schon gegeben, wenn der einzelne Spekulant diese Geldmenge immer nur ganz kurz hält und sie dann an einen anderen Spekulanten weitergibt, u.s.f.

422) Zu diesem Problem vergleiche: G. v. Schanz, Artikel Börsenwesen, in: Wörterbuch der Volkswirtschaft, 4. Auflage, 1931, 1. Bd., S. 445 ff. (insbes. S. 479 ff.).

423) L. A. Hahn: Die „verfügbaren Mittel“ der Börse, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VI, H. 5, S. 665—672; S. 667.

stehenden Geldmitteln abhängig sein, — aus dem einfachen Grund, weil für diese Umsätze kein Geld benötigt wird" [424]).

Trotzdem eine strenge Relation zwischen Umsatzvolumen, Geldmenge und Kursen nicht besteht, könnte doch nicht geleugnet werden, daß im Zusammenhang der spekulativen Transaktionen Effektenkredite von den Banken eingeräumt werden, also Giralgeld zu Umsätzen dient und längere oder kürzere Zeit liquid gehalten wird. Und dieses Giralgeld muß zweifellos zur Gesamtgeldmenge gerechnet werden. Können wir mithin sagen, wie Keynes sagt, daß eine bestimmte gegebene Gesamtgeldmenge gegeben sei, in die sich aktive und inaktive Zirkulation teilen, daß die Gesamtgeldmenge angesichts eines gegebenen Einkommens um so größer sein müsse, je größer das Volumen der spekulativen Effektentransaktionen?

Noch im Treatise hatte Keynes behauptet, eine verstärkte „Hortneigung" — was das gleiche bedeutet, wie der Begriff der Liquiditätsvorliebe in der Allgemeinen Theorie — könne zu einer Verminderung der „industriellen Zirkulation" führen [425]); diese Vorstellung der direkten Konkurrenz der beiden Abteilungen von Bargeld um die Gesamtgeldmenge läßt Keynes in der Allgemeinen Theorie fallen, indem er sagt, die verstärkte Hortneigung selbst erhöhe nicht die Hortmenge, sondern den Zinsfuß. Aber das Grundthema, daß bei gegebener Gesamtgeldmenge die für die Zwecke des Einkommens und der Produktion verfügbare Geldmenge um so kleiner sei, je größer der spekulative Geldbedarf, ist das Gleiche.

Diese Keynes'sche Annahme könnte erschüttert sein, wenn man beachtet, daß es sich bei der Geldmenge M_2 wesentlich um girales und nicht um notales Geld handelt, und der funktionelle Charakter des Giralgeldes im Gegensatz zu dem des notalen Geldes in Rechnung gezogen wird.

V. F. Wagner hat ziemlich überzeugend nachgewiesen, daß Giralgeld wesentlich entsteht mit und durch den Umsatz der Vor-Produkte innerhalb der Unternehmersphäre: daß Voraussetzung für die Entstehung und Zirkulation der Giralguthaben der Tatbestand der Kreditbeziehungen zwischen den Unternehmern (Lieferantenkredit) ist, sowie der Tatbestand der Kreditbeziehungen der Banken zu den Unternehmern im aktiven und passiven Kreditgeschäft — daß Giralgeld entsteht und verschwindet mit dem ökonomischen Kreislauf der Güter und Vor-Produkte zwischen den vertikalen Produktionsstufen; daß die Banken wesentlich nur Giralgeld schaffen können für den Umsatz der Güter in der Unternehmersphäre, nicht aber für die Zwecke der Produktion selbst, nicht für die produktive Einkommensbeschaffung, da gemäß dem tatsächlich-institutionellen Charakter unserer Wirtschaft die Einkommensverwendung, meist sogar auch die Einkommensauszahlung, in notalem Geld erfolge — weshalb die Durchführung einer Produktion mit zusätzlichem Giralgeldkredit zu Barabhebungen führen und damit eben die zusätzliche Giralkreditschöpfung unmöglich machen würde [426]).

Ueberträgt man diesen Grundgedanken, daß Giralgeld wesentlich nur in der Sphäre des unternehmerischen Güterkreislaufes zirkulieren kann, nicht aber in der „Konsumenten"-Sphäre, (bzw. der Sphäre der Einkommens-

424) a. a. O. S. 668.

425) Keynes, Vom Gelde, a. a. O. S. 205.

426) V. F. Wagner: Geschichte der Kredittheorien, Wien 1937. 6. Kap. Die Kreditschöpfungslehre, III. Positive Theorie der Giraldepositen; S. 203—226.

verwendung), auf die Problematik der finanziellen Zirkulation, dann ergibt sich: für die spekulativen Effektentransaktionen können Banken zusätzlichen Giralkredit einräumen, weil diese Kredite eben nicht zu Einkommenszahlungen verwendet werden, sondern der eingeräumte Kredit zahlungshalber an einem anderen Spekulanten übertragen wird — dieser ihn wieder überträgt und insoweit eine Barabhebung nicht in Frage kommt. Da jeder Spekulant in einem bestimmten Turnus kauft und dann wieder verkauft, wird der eingeräumte Kredit wieder abgedeckt und insoweit verschwindet das geschaffene Giralgeld wieder. Infolge der Transaktionen jedes einzelnen nach beiden Richtungen hin, kann sich auch im Verhältnis von Bank zu Bank — wenn es sich um mehrere beteiligte Banken handelt — Schuld und Forderung kompensieren: wenn ein Spekulant von einem anderen kauft und aus der Uebertragung des eingeräumten Guthabens auf den Verkäufer die Bank des Verkäufers eine Forderung gegen die Bank des Käufers erwirbt, dann kann durch Effektenverkäufe seitens der ersten Spekulanten dessen Bank eine Forderung gegen die andere erwerben, womit sich von Bank zu Bank keine Saldi bilden. Handelt es sich nicht lediglich um Umsätze innerhalb der Spekulation, sondern um Umsätze zwischen Spekulation und „produktiver" Wirtschaft — Sparer und Unternehmer als Käufer oder Verkäufer von Wertpapieren — dann modifiziert sich der Sachverhalt. Wenn ein Spekulant direkt und indirekt von einem Sparer, der seine Ersparnis aufzuzehren gewillt ist, Effekten kauft, diesem sein, ihm von seiner Bank eingeräumtes Giralguthaben überträgt, dann wird dies mit Wahrscheinlichkeit zu Barabhebungen von einer Bank führen. Da aber in der großen gesellschaftlichen Wirtschaft in der Regel wohl zur gleichen Zeit ein neuer Sparer auftritt, der Effekten erwerben will und seiner Bank zum Zwecke der Durchführung des Kaufauftrages bares, bzw. notales Geld übergibt, stünde unter normalen Umständen der Barabhebung von der Bank ein Zufluß von notalem Geld zur Bank gegenüber, so daß die Situation der Notengeldliquidität der Banken grundsätzlich die gleiche bleibt.

Die Effektentransaktionen zwischen Spekulanten untereinander und zwischen Spekulanten und Sparern unter Zwischenschaltung der Banken erzeugen somit im großen und ganzen keinen Bargeldabzug von den Banken, da Transaktionen stets nach beiden Richtungen hin erfolgen.

Die Vorstellung, die der Keynes'schen Theorie zugrundegelegt werden muß, daß der Kauf eines Wertpapiers durch einen Sparer mit Mitteln der aktiven Zirkulation insoweit die Geldmenge M_1 vermindere, weil dieser fragliche Geldbetrag dann aus spekulativen Beweggründen liquid gehalten werde, ist nicht zutreffend. Es handelt sich nicht um Geld an sich, das durch die Transaktion auf den Spekulanten übertragen wird und von diesem nun nach Belieben liquid gehalten wird. Es entsteht vielmehr auf dem Konto eines Spekulanten eine Gutschrift, die sich z. B. mit einer Lastschrift aus einer Effektentransaktion des Spekulanten in umgekehrter Richtung ausgleichen kann, womit das Giralgeld insoweit erloschen ist. Giralgeld entsteht erst wieder insoweit, als die Bank des Spekulanten diesem wieder Giralkredit einräumt. Es kann nicht als Regelfall unterstellt werden, daß auf die eben angegebene Weise Geld aus der aktiven in die finanzielle Zirkulation hinüberwandert.

Giralgeld, das aus Gründen der spekulativen Liquiditätsvorliebe gehalten wird, dürfte derart selbständige Entstehungsgründe haben: es kann grundsätzlich mit und durch die Effektentransaktionen entstehen. Ein vermindertes Effektenumsatzvolumen, eine geringe Kauflust kann zu einer verminderten Inanspruchnahme des giralen Bankkredites führen und damit zu einer kleineren Geldmenge M_2 als eine Hausseperiode. Je größer die Umsätze, umso größer ceteris paribus die Geldmenge M_2.

Es kann somit nicht gesagt werden, eine gegebene Gesamtgeldmenge von Notengeld und Giralgeld teile sich nach bestimmten Gesetzmäßigkeiten auf zwischen aktiver und finanzieller Zirkulation: denn diese Gesamtgeldmenge ist nicht von vorneherein gegeben und unabhängig von dem Volumen der Umsätze. Es kann nicht gesagt werden, die spekulative Liquiditätsvorliebe (soweit diejenige, die sich am Effektenmarkt betätigt, gemeint ist), erfordere eine bestimmte Summe Bargeldes, die sie aus der gegebenen Gesamtgeldmenge entnehme: denn die finanzielle Zirkulation kann sich in Zusammenwirken mit den Banken die Mittel, die zur Durchführung der Umsätze benötigt und die auch liquid gehalten werden, selbsttätig verschaffen.

Es kann auch nicht die Folgerung gezogen werden, daß, wenn die Banken nicht für die finanzielle Zirkulation Bargeld schaffen müßten, der Umfang ihrer Giralgeldschaffung für die produktive, aktive Zirkulation entsprechend größer sein könnte. Denn, wie wir gesehen haben, ist angesichts der bestehenden monetären Organisation unserer Wirtschaft, der institutionellen Gewohnheit, Zahlungen für den Konsum und Dienstleistungen weitgehend in Währungsgeld, zu begleichen, der Umfang des, für die aktive Zirkulation zu schaffenden und von dieser aufgenommenen Giralgeldes begrenzt[427]). Giralgeld kann entstehen und kann aufgenommen werden, ohne grundsätzlich zu Bargeldabzügen von den Banken zu führen, für den Umsatz des Handelsvolumens mit Ausnahme des Umsatzes der Konsumgüter und der Dienstleistungen (zwischen dem „letzten" Unternehmer und der Konsumentenschicht); bei gegebener Beschäftigung, gegebenem Produktionsvolumen ist der Umfang des Giralgeldes bestimmt durch die unternehmungsmäßige Differenziation und Integration, durch die Anzahl der vertikalen Produktionsstufen, durch die Zahlungssitten und -modalitäten hinsichtlich der Zahlungen von Unternehmer zu Unternehmer, die Modalitäten der unternehmerischen Kassenhaltung usw. usw. Zu dem Handelsvolumen ausschließlich des Umsatzes der Konsumgüter und Konsum-Dienstleistungen an die Konsumentenschicht (und — selbstverständlich — ausschließlich des „Umsatzes" von „Arbeit" zwischen Unternehmer und den „Produktionsfaktoren" Arbeiter aller Art), gehört auch das Volumen der Effektenumsätze. Folglich dürfte ceteris paribus die Giralgeldmenge um so größer sein, je ausgedehnter die finanzielle Effektentransaktion ist.

Für die Zwecke des Einkommens und der Produktion würde also nicht mehr Geld zur Verfügung stehen, wenn etwa keine Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv, keine spekulative Effektenzirkulation, existierte und folglich hier kein Giralgeld „gehalten" würde: die aktive Zirkulation könnte — angesichts der bestehenden monetären Organisation, der institutionellen Zahlungssitten und -gewohnheiten, — gar nicht mehr Giralgeld aufneh-

427) Diese institutionellen und konventionellen Faktoren setzt ja die Keynes'sche Theorie als gegebenen Hintergrund. (vgl. Keynes, Allgemeine Theorie, S. 165).

men. Zu einer Ausdehnung der Produktion, der Beschäftigung und des Einkommens ist notales Geld erforderlich[428]).

Der mögliche Ausgleich zwischen Geldmenge M_1 und Geldmenge M_2, den die Keynes'sche Theorie unterstellt, für den Fall eines stark sinkenden oder eines stark steigenden Einkommens, erscheint damit problematisch. Die sich ausdehnende aktive Zirkulation kann unmöglich die erforderlichen Geldmittel von der inaktiven Zirkulation abziehen, sofern diese Mittel für die Zwecke des Einkommens und der Produktion inadäquat sind (vorausgesetzt, daß die erwähnten institutionellen und konventionellen Faktoren gleichbleiben und die Notengeldmenge starr bleibt). Und die verminderte aktive Zirkulation wird nicht schlechthin Bargeld „freigeben", das nun in der finanziellen Zirkulation umgesetzt bzw. gehalten würde, da eben das Giralgeld M_2 mit eine Funktion des Umsatzvolumens an der Börse ist[429]).

Für die Beurteilung der Keynes'schen Zinstheorie ergibt sich daraus: die Geldmenge M_2 ist sowohl ihrem Quantum nach, als auch ihrer Umlaufsgeschwindigkeit nach (Umlaufsgeschwindigkeit innerhalb der finanziellen Sphäre) mit eine Funktion der Zahl und der Schnelligkeit der Effektenumsätze, also der „Liquiditätsvorliebe" L_2. Schon deshalb kann der Kursstand bzw. der Zinsfuß nicht abgeleitet werden aus der Wechselwirkung zwischen Liquiditätsvorliebe L_2 und der entsprechenden Geldmenge M_2: ein derartiges Zusammenwirken der beiden Faktoren würde voraussetzen, daß die beiden Faktoren wenigstens in dem Sinne voneinander unabhängig sind, daß nicht der eine aus dem anderen abgeleitet werden kann, bzw. nicht der eine schon wesentlicher Bestimmungsgrund des anderen ist. Es ist schlechterdings unmöglich, die Wirkung einer Veränderung der Liquiditätsvorliebe L_2 unter der Annahme einer gleichbleibenden Geldmenge M_2 zu erörtern: denn wenn sich die Liquiditätsvorliebe L_2 verändert, bleibt eben die Geldmenge M_2 mit Notwendigkeit *nicht* gleich.

Die determinierende Rolle der Geldmenge erscheint unter diesem Gesichtspunkt fragwürdig.

Das wesentliche Ergebnis der Untersuchungen dieses Kapitels ist folgendes: die Abhängigmachung des Zinsfußes von dem Zusammenwirken zwischen Geldmenge M_2 und Liquiditätsvorliebe L_2 kann nicht überzeugen, einmal weil L_2 nicht als fortlaufende Kurve vorgestellt werden kann und deshalb nicht eingesehen werden kann, wie bei einer „gegebenen" derartigen Liquiditätsvorliebe der Zinsfuß allein deswegen sinken sollte, weil mehr Geld für Horte zur Verfügung steht; zum anderen, weil die Geldmenge M_2 (und auch die andere Geldmenge) nichts präsumtiv Gegebenes ist, aus dem der Wirtschaftsablauf deduziert werden könnte. Vielleicht ist es ein grundsätzlicher Mangel der Keynes'schen Theorie eine gegebene Gesamtgeldmenge anzunehmen aus notalem und giralem Geld, ohne auf den funktionell verschiedenen Charakter der beiden Geldarten einzugehen; das Unsicherheitsmoment könnte vielleicht in Zusammenhang gebracht werden mit der relativen Bevorzugung der notalen Geldart gegenüber der anderen in gewissen

428) vgl. V. F. Wagner, a. a. O. S. 216/217.

429) Diese Feststellung bedeutet nicht, daß es unmöglich sei, die verminderte aktive Zirkulation, das verringerte Einkommen, die Stockung, könne gegen ihr Endstadium hin zu einer Zinssenkung „führen"; die obige Feststellung besagt lediglich, daß die Zinssenkung nicht aus den Gründen eintreten kann, die Keynes angegeben hat (und in jener Gesetzmäßigkeit, die K. unterstellt hat).

wirtschaftlichen Situationen: und dieses Phänomen dürfte zinstheoretisch nicht irrelevant sein[430]).

Ob das Phänomen der Liquiditätsvorliebe (sowohl der aus dem Spekulationsmotiv als auch der aus dem Vorsichtsmotiv) für Existenz und Höhe des Zinsfußes entscheidend sein kann, darüber wurde in diesem Kapitel nichts ausgesagt.

III. Kapitel: Die Keynes'sche Theorie der „Eigenzinssätze".

1. Erörterung des Keynes'schen Begriffes der „Eigenzinssätze".

„Die Schwierigkeiten für die Aufrechterhaltung der wirksamen Nachfrage auf einem für die Schaffung von Vollbeschäftigung genügend hohen Niveau, die sich aus der Verbindung eines konventionellen und ziemlich beständigen langfristigen Zinsfußes mit einer unzuverlässigen und höchst unbeständigen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ergeben"[431]), veranlassen Keynes, das Wesen und die Natur des Zinses noch eingehender und genauer zu untersuchen: „Es scheint also, daß der *Zinsfuß auf Geld*[432]) eine eigenartige Rolle in der Begrenzung des Niveaus der Beschäftigung spielt, da er einen Standard festsetzt, den die Grenzleistungsfähigkeit eines Kapitalwertes erreichen muß, wenn er neu erzeugt werden soll. Es ist natürlich, daß wir uns fragen, worin die Eigenheit des Geldes im Gegensatz zu anderen Vermögensbeständen liegt, ob es nur das Geld ist, das einen Zinsfuß hat, und was in einer nichtgeldlichen Wirtschaft geschehen würde. Solange wir diese Frage nicht beantwortet haben, wird die volle Bedeutung unserer Theorie nicht klar sein"[433]). Sich mit der Antwort, die Keynes auf diese, von ihm aufgeworfene Frage gibt[434]), zu befassen, ist notwendig, weil Keynes ihr eben diese besondere Wichtigkeit für das letzte Verständnis seiner Theorie beimißt.

Die diesbezüglichen Ausführungen Keynes' sind die dunkelsten und unklarsten in der ganzen Allgemeinen Theorie. Die Fülle der Keynes-Kommentare zeigt denn auch einen auffallenden Mangel an Aeußerungen zu dem von Keynes aufgeworfenen Problem[435]). J. R. Hicks weist hin auf die „rather special difficulties most readers will feel about Chapter XVII . . . . One feels that these conclusions are right; but one would like a little more explanation"[436]). A. C. Pigou verhält sich durchaus ablehnend zu dem von Keynes aufgeworfenen Problem und der von Keynes gegebenen Lösung des Problems[437]). W. A. Jöhr nennt die Keynes'schen Ausführungen über die „Eigenzinssätze" von Waren und von Geld eine „sonderbare Güterzins-

430) vgl. V. F. Wagner, a. a. O. S. 476 (oben).
431) Keynes, Allgemeine Theorie, S. 171 (vorletzter Absatz), im Original S. 222 (u. ff.).
432) Kursiv bei Keynes!
433) Keynes, a. a. O. S. 186, 1. Absatz.
434) Es handelt sich in diesem Zusammenhang hauptsächlich um das 17. Kapitel der Allgemeinen Theorie, betitelt: „Die wesentlichen Eigenschaften von Zins und Geld", S. 186 ff.
435) Siehe Fußnote 434.
436) J. R. Hicks: Mr. Keynes' Theory of Employment; S. 248, Anmerkung 1.
437) A. C. Pigou, a. a. O. S. 124.

theorie", die „kein notwendiger Bestandteil des Keynes'schen Systems" [438]) sei. In Anbetracht dieser Schwierigkeiten, die dem Verständnis dieser Keynes'schen Ausführungen im Wege stehen, sollen die wesentlichen Gedankengänge Keynes' dargestellt und soll untersucht werden, was Keynes mit diesen seinen Ausführungen wohl gemeint haben könne.

Keynes fragt zunächst, „ob es nur das Geld ist, das einen Zinsfuß hat" [439]) und beantwortet diese Frage negativ: „Der Geldzinsfuß . . . . ist lediglich der prozentuale Ueberschuß einer für spätere Lieferung (zum Beispiel nach einem Jahr) kontrahierten Summe Geldes über das, was wir den „Loko"- oder Kassapreis der für spätere Lieferung kontrahierten Summe nennen können. Es würde daher scheinen, daß es für jede Art von Kapitalwert ein Analogon zum Zinsfuß auf Geld geben muß; denn es gibt eine bestimmte, nach einem Jahr lieferbare Menge (zum Beispiel) Weizen, die heute den gleichen Tauschwert hat wie hundert Quarters Weizen für „Loko"-Lieferung. Wenn die nach einem Jahr lieferbare Menge 105 Quarters ist, können wir sagen, daß der Weizenzinsfuß 5 % im Jahr ist; und wenn sie 95 Quarters ist, daß er minus 5 % im Jahr ist. Für jede dauerhafte Ware haben wir somit einen Zinsfuß in Größen von sich selbst — einen Weizenzinsfuß, einen Kupferzinsfuß und sogar einen Stahlwerkzinsfuß" [440]).

Da aber, weil alle Preise in Geld ausgedrückt und auf Geld zurückgeführt sind, am Markt nur festgestellt wird, wieviel eine bestimmte Warenmenge Kassa in Geld kostet und wieviel die gleiche Menge der gleichen Ware Termin in Geld kostet, soll die Berechnung, welche Menge einer bestimmten Ware Loko einer bestimmten Menge der gleichen Ware Termin tauschwertgleich ist, folgendermaßen abzuleiten sein: „Nehmen wir an, daß der Lokopreis von Weizen 100 £ für 100 Quarters ist, daß der Preis des „Termin"-Kontraktes 107 £ für 100 Quarters ist, und daß der Geldzinsfuß 5 % ist; was ist dann der Weizenzinsfuß? £ 100 loko werden £ 105 für spätere Lieferung kaufen, und 105 £ für spätere Lieferung werden $\frac{105}{107} \cdot 100$ (= 98) Quarters für spätere Lieferung kaufen. Alternativ werden 100 £ Loko 100 Quarters Weizen für Loko Lieferung kaufen. 100 Quarters Weizen für Loko Lieferung werden 98 Quarters für spätere Lieferung kaufen. Daraus folgt, daß der Weizenzinsfuß minus 2 % im Jahr ist" [441]).

Keynes scheint also die positive oder negative Differenz zwischen einer Warenmenge Loko und der tauschwertgleichen Warenmenge Termin als den positiven oder negativen Zinsfuß dieser Ware anzusehen: in dem angegebenen Beispielsfall sind tauschwertgleich: 100 £ Kassa, 105 £ Termin, 100 Quarters Weizen Loko und $\frac{100}{107} \cdot 105$ = ca. 98 Quarters Weizen Termin.

Es fragt sich: nimmt Keynes nur für börsenmäßig gehandelte Waren, in denen es Termin- und Lokokontrakte gibt, einen Warenzinsfuß an? Ist diese Wertrelation zwischen Ware Termin und Ware Loko eine notwendige oder eine zufällige, welche Bestimmungsgründe hat diese Wertrelation?

438) A. W. Jöhr, a. a. O. S. 657.
439) Keynes, a. a. O. S. 186.
440) a. a. O. S. 186 (2. Absatz).
441) Keynes, a. a. O. S. 186/187, im Original S. 223 (2. Abs.).

Mit welchem Recht wird die Differenz zwischen Kassamenge und der tauschwertgleichen Terminmenge als Zinsfuß der Ware bezeichnet?

Keynes führt grundsätzlich über die einzelnen Warenzinssätze, ihre Bestimmungsgründe und Ursachen aus: „Wir wollen einmal überlegen, was die verschiedenen Warenzinssätze während eines Zeitabschnittes von (sagen wir) einem Jahr für verschiedene Arten von Vermögensbeständen wahrscheinlich sein werden. Da wir jede Ware der Reihe nach als Standard nehmen werden, müssen die Erträge auf jede Ware in diesem Zusammenhang als in Größen von sich selbst gemessen werden.

Es gibt drei Eigenschaften, die verschiedene Arten von Vermögensbeständen in verschiedenen Graden besitzen: nämlich:

1. Einige Vermögensbestände erzeugen ein Erträgnis oder eine Produktion q, in Größen von sich selbst gemessen, indem sie irgendein Erzeugungsverfahren unterstützen oder einem Verbraucher Dienste leisten.

2. Die meisten Vermögensbestände, mit Annahme von Geld, erleiden einen Schwund oder bedingen Kosten lediglich durch Zeitverlauf . . . ., unbekümmert darum, ob sie zur Erzeugung eines Erträgnisses gebraucht werden; das heißt sie bedingen Durchhaltekosten c, in Größen von sich selbst gemessen.

Endlich mag die Verfügungsmacht über einen Vermögensbestand während eines Zeitabschnittes eine potentielle Annehmlichkeit oder Sicherheit bieten, die für verschiedene Arten von Vermögensbeständen ungleich ist, obschon die Vermögensbestände selber den gleichen Anfangswert haben. Es gibt hierfür sozusagen kein greifbares Ergebnis am Ende des Zeitabschnittes in der Form von Produktion, und doch ist es etwas, für das die Leute bereit sind, etwas zu bezahlen. Wir werden den Betrag (in Größen von sich selbst gemessen), den sie bereit sind, für die durch die Verfügungsmacht gegebene Annehmlichkeit oder Sicherheit zu bezahlen (ausschließlich des Erträgnisses oder der Durchhaltekosten, die mit dem Vermögensbestand verbunden sind), die Liquiditätsprämie l nennen.

Daraus folgt, daß der gesamte Ertrag, der vom Besitz eines Vermögensbestandes während eines Zeitabschnittes erwartet wird, gleich seinem Erträgnis minus seinen Durchhaltekosten plus seiner Liquiditätsprämie ist, das heißt, $q - c + l$. Das heißt $q - c + l$ ist der Eigenzinsfuß irgendeiner Ware, wobei q, c und l in Größen von sich selbst gemessen werden“ [442]).

Diese grundsätzliche Beziehung erörtert Keynes weiter an folgenden Beispielen: „Es ist eine Eigenheit des in Verwendung begriffenen Produktionskapitals (zum Beispiel eine Maschine) oder Verbrauchskapitals (zum Beispiel eines Hauses), daß sein Erträgnis normalerweise seine Durchhaltekosten übersteigen sollte, während seine Liquiditätsprämie wahrscheinlich unbeachtlich ist. Es ist charakteristisch für einen Bestand an liquiden Gütern oder an überschüssigen, stillgelegten Produktions- oder Verbrauchskapitalen, daß sie Durchhaltekosten in Größen von sich selbst bedingen, denen keinerlei Erträgnis gegenübergestellt werden kann, wobei die Liquiditätsprämie in diesem Fall, sobald die Bestände ein mäßiges Niveau übersteigen, gewöhnlich ebenfalls unbeachtlich wird, obwohl sie unter Umständen bedeutsam werden kann. Es ist eine Eigenart des Geldes, daß sein

442) a. a. O. S. 188/189.

Erträgnis Null ist, und seine Durchhaltekosten unbeachtlich, aber seine Liquiditätsprämie beträchtlich. Verschiedene Waren können in der Tat unter sich abweichende Grade von Liquiditätsprämien aufweisen, und das Geld mag einen gewissen Grad von Durchhaltekosten bedingen, zum Beispiel für sicheren Gewahrsam. Es ist aber ein wesentlicher Unterschied zwischen Geld und allen (oder den meisten) anderen Vermögensbeständen, daß im Falle des Geldes seine Liquiditätsprämie seine Durchhaltekosten stark übersteigt, während im Falle der anderen Vermögensbestände ihre Durchhaltekosten stark ihre Liquiditätsprämie übersteigen. Nehmen wir zum Zwecke der Veranschaulichung an, daß das Erträgnis von Häusern q_1 ist und daß die Durchhaltekosten und Liquiditätsprämie von Häusern unbeachtlich sind, daß die Durchhaltekosten von Weizen c_2 und das Erträgnis und die Liquiditätsprämie von Weizen unbeachtlich, und daß die Liquiditätsprämie von Geld l_3 und das Erträgnis und die Durchhaltekosten von Geld unbeachtlich sind. Das heißt, q_1 ist der Häuserzinsfuß, — c_2 der Weizenzinsfuß und l_3 der Geldzinsfuß"[443]).

Der Eigenzinsfuß einer Ware oder eines Vermögensbestandes soll also, nach Keynes' eigenen Worten, „der gesamte Ertrag, der vom Besitz eines Vermögensbestandes während eines Zeitabschnittes erwartet wird"[444]) sein und die Komponenten dieses gesamten Ertrages sollen sein: Produktionserträgnis, Liquiditätsannehmlichkeit, vermindert um die Durchhaltekosten.

Daraus geht zunächst hervor, daß Keynes, wenn er von den Eigenzinssätzen einer Ware spricht, nicht mit der Hypothese einer nichtgeldlichen, d. h. einer Naturaltauschwirtschaft argumentiert, daß also die Eigenzinssätze der Waren nicht etwa die Bedeutung haben, eine Aussage darüber zu machen, was die Zinssätze wären, wenn es kein Geld gäbe: wenn z. B. einer Ware lediglich das Erträgnis q in einem Produktionsprozeß zukommt, bedeutet q nichts anderes, als jene Quote des Gesamtertrages des Produktionsprozesses, die der Mitwirkung der fraglichen Ware zuzuschreiben wäre: genau wie an den Gesamtkosten der Produktion eine bestimmte Quote auf die Mitwirkung dieser Ware entfällt, so entspricht von dem gesamten Produktionsertrag die gleiche Quote der Mitwirkung dieser fraglichen Ware. Die Messung des Eigenzinssatzes bzw. des gesamten Erträgnisses eines Vermögensbestandes „in Größen von sich selbst"[445]) soll offenbar bedeuten, daß das gesamte Erträgnis nicht in Geld ausgedrückt wird, sondern die geldliche Summe des Ertrages zurückgeführt wird auf die Einheit des fraglichen, konkreten Vermögensbestandes und eben in Größen dieses Vermögensbestandes ausgedrückt wird.

Wenn Bestandteil des Eigenzinssatzes das Erträgnis sein soll, das dem fraglichen Vermögensbestand in der Produktion zukommt, ist q nichts anderes als eine Quote des gesamten Produktionsertrages: der Eigenzinssatz ist insoweit eine Quote der Gesamtproduktivität: der Begriff des Eigenzinssatzes und der Begriff der Grenzleistungsfähigkeit einer konkreten Unternehmung, decken sich insoweit, mit dem einzigen Unterschied, daß der erste Begriff eine bestimmte Quote ist und der zweite das Grenzprinzip enthält. Wenn ausgesagt wird, daß der Grenzertrag einer Unternehmung sinkt, bzw. die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen, ist damit

443) a. a. O. S. 189/190.
444) a. a. O. S. 188 (unten).
445) a. a. O. S. 188.

schon ausgesagt, daß auch der Eigensatz aller in der Produktion mitwirkenden Waren und Vermögensbestände sinkt.

Auf diese enge Verwandtschaft zwischen dem Begriff des Eigenzinsfußes und dem Begriff der Produktivität macht D. H. Robertson aufmerksam: „It is noteworthy that in his chapter on commodity rates of interest, Mr. Keynes' reluctance to trace a causal connection between productivity and interest seems suddenly to fade away. For the "yields" and "carrying costs" which determine the "ownrates" of commodities seem to be nothing else than positive and negative productivities" [446]).

Wenn Keynes weiter erläutert, daß der Eigenzinsfuß eines Produktionskapitals verschieden sei, je nachdem ob es in Verwendung begriffen sei, oder stilliegt, scheint daraus hervorzugehen, daß der Eigenzinsfuß der Ware keine der Ware an sich inhärente, sachliche Qualität ist, sondern eine funktionelle Kategorie: ein und dieselbe Ware hat verschiedene Eigenzinssätze je nachdem, ob sie in einem Produktionsprozeß arbeitet oder nicht. Es kann also keine Rede davon sein, daß der Ware an sich ein bestimmter Zinsfuß zukommt: dem Verbrauchskapital Haus kommt ein verschiedener Eigenzinssatz zu, je nachdem ob es, z. B., vermietet oder bewohnt wird, ob es zu hohem Preis vermietet ist, oder ob es überhaupt nicht genutzt wird. Wenn der Eigenzinsfuß derart eine funktionelle Kategorie sein muß, erscheint es nicht notwendig, daß, wie Keynes ausführt, „das Erträgnis von Weizen unbeachtlich ist" [447]): es müßte offenbar, analog dem Fall des Produktions- oder Verbrauchskapital, unterschieden werden, ob Weizen in einer Produktion auftritt — in diesem Fall müßte ihm, wie dem Produktionskapital Maschine, eine bestimmte Quote des Ertrages zugeschrieben werden und der Weizensatz wäre insoweit hinsichtlich q positiv —, ob Weizen zur Aussaat benützt wird — in diesem Fall müßte dem Weizen eine Quote des Ernteertrages zugerechnet werden und der Weizensatz wäre ebenfalls insoweit positiv, sofern die Ernte günstig ausfällt höher, sofern sie ungünstig ausfällt, weniger positiv; wenn Weizen aufgespeichert wird, stellt er einen „Bestand an liquiden Gütern" dar und ein Erträgnis q ist insoweit ex hypothesi ausgeschlossen; es entstehen aus der Aufbewahrung Durchhaltekosten, Geldkosten für Lagerung (berechnet in Einheiten der gelagerten Menge) und der allenfallsige Schwund oder Verderb (gleicherweise berechnet); die Liquiditätsprämie dieses Bestandes an liquiden Gütern, die „unter besonderen Umständen bedeutsam werden kann" [448]), dürfte wohl darin gesehen werden, daß der Verkauf in einem späteren Zeitpunkt einen günstigeren Preis zu garantieren scheint, als der sofortige Verkauf ohne Lagerung. Keynes scheint mit der allenfallsigen Liquiditätsprämie von Waren oder Vermögensbeständen die Wertzunahme zu meinen, die Waren während eines bestimmten Zeitraumes erfahren können, und deren man sich erfreuen kann, wenn man einen Bestand dieser Waren während des fraglichen Zeitraumes in Besitz hat. Die allenfallsige Liquiditätsprämie der Waren scheint demnach eine Funktion der Preisentwicklung zu sein.

Es fragt sich rein terminologisch, ob bezüglich eines arbeitenden Produktionskapitals von „Durchhaltekosten" gesprochen werden kann: in dem

446) D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory; S. 184.
447) Keynes, a. a. O. S. 190 (oben).
448) a. a. O. S. 190 (oben).

ständigen Gestaltwandel des abstrakten „Kapitals", den der kapitalistische Produktionsprozeß darstellt, repräsentiert das konkrete Kapital Maschine eine bestimmte abstrakte Kapitalsumme und mit jedem Produktionsgang wandert ein Teil des in dem produzierten Produktionsmittel verkörperten abstrakten Kapitals in das Endprodukt und schließlich in den geldlichen Rohertrag: sofern das in der Unternehmung arbeitende Kapital keine Substanzminderung erfahren soll, muß jener Teil aus dem Rohertrag abgegrenzt und zur Wiederherstellung des Anfangswertes des fixen Kapitals, das durch die Produktion eine wertmäßige Minderung erfahren hat, verwendet werden. Ein Teil des fixen Kapitals wird mit der Vollendung des Produktionsprozesses frei: Reinertrag des Produktionsprozesses ist, was nach Abzug des im Rohertrag enthaltenen „Kapitals", das der Wertminderung des fixen Kapitals entspricht[449]), übrig bleibt. Den Teil des Rohertrages, der der Vernutzung des fixen Kapitals (rechnungsmäßig) entspricht, als Durchhaltekosten des fixen Produktionskapitals zu bezeichnen, erscheint wenig sinnvoll. Der Terminus Durchhaltekosten (englisch: carrying costs[450]) erscheint allein adäquat hinsichtlich eines stillgelegten Produktionskapitals, also sofern ein Produktionsprozeß (nicht nur im technischen, sondern auch im wirtschaftlichen Sinne) nicht vorliegt.

Aus dem gleichen Grunde erscheint es abwegig, einem, in einer Produktion arbeitenden Produktionskapital eine vorhandene oder nicht vorhandene Liquiditätsprämie zuzusprechen: sollte Keynes mit der allenfallsigen Liquiditätsprämie des Produktionskapitals eine unter Umständen möglicherweise eintretende Wertsteigerung meinen, dann müßte sich diese Wertsteigerung im Ertrag auswirken und sie wäre dann ein Teil des Ertrages.

Genau wie beim Produktionskapital, ist es hinsichtlich eines Verbrauchskapitals nicht sehr sinnvoll von Durchhaltekosten zu sprechen, sofern das Verbrauchskapital genutzt wird: die Nutzung eines Verbrauchskapitals steht in wirtschaftlicher Hinsicht einem Produktionsprozeß insofern gleich, als auch hier ein ständiger Gestaltwandel des Kapitals stattfindet: wirtschaftlich gesehen wird ein Teil des Kapitals Haus Nutzleistung und in dem Maße, als das Verbrauchskapital seine Nutzleistungen abgibt, vermindert sich der Wert des konkreten Kapitals Haus.

Nicht einmal sofern ein Bestand an liquiden Gütern aufbewahrt wird, in der Absicht einen günstigen Verkaufszeitpunkt abzuwarten, dürfen die derart entstehenden Kosten als Durchhaltekosten im strengen Sinne des Wortes aufgefaßt werden: diese Kosten sind ein Teil des in der „Produktion" (im wirtschaftlichen Sinne) investierten Kapitales und der erwartete Verkaufserlös soll die Reproduktion dieser Kapitalsumme enthalten; gleichermaßen ist die „Liquiditätsprämie", die einem Bestand liquider Güter in der Erwartung seines Besitzers zukommt, ein Teil des voraussichtlichen Produktionsertrages.

Es scheint also, daß Durchhaltekosten und Liquiditätsprämie einerseits und Produktionserträgnis andererseits sich gegenseitig ausschließen: jedes

449) Einschließlich des Abzuges jenes Teiles des Rohertrages, der dem Wert der, in das Produkt eingegangenen Roh-Hilfsstoffe usw., also dem Ersatz des umlaufenden Kapitals, entspricht.

450) vgl. englische Ausgabe der Allgemeinen Theorie.

Kapital (ob Verbrauchskapital oder Produktionskapital) und jede Ware, die in einen wirtschaftlichen Produktionsprozeß eingeht, hat oder soll haben ein positives Erträgnis; und jede Ware, die realiter aufbewahrt wird, ohne in einen Produktionsprozeß hineingestellt zu werden, hat Durchhaltekosten und eventuell eine Liquiditätsprämie, genau wie Geld unbeachtliche Durchhaltekosten und eine Liquiditätsprämie hat. Einen Ertrag eines Vermögensbestandes, der gleichzeitig Durchhaltekosten, Liquiditätsprämie und Produktionsertrag umfaßt, scheint es nicht zu geben. Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten scheinen einen grundsätzlich anderen Tatbestand vorauszusetzen, als das Produktionserträgnis.

Vielleicht aus diesem Grunde exemplifiziert Keynes sein Theorem der Eigenzinssätze an Beispielen, bei denen nur eine bestimmte Komponente des komplexen Eigenzinssatzes in Frage kommen soll[451]).

Die weitere Argumentation Keynes' verläuft folgendermaßen: „Um die Verhältnisse zwischen den erwarteten Erträgen verschiedener Arten von Vermögensbeständen zu bestimmen, die mit dem Gleichgewicht übereinstimmen, müssen wir noch wissen, was für Aenderungen in den verhältnismäßigen Werten während des Jahres erwartet werden. Nehmen wir Geld, das für diesen Zweck nur ein Rechnungsgeld zu sein braucht, so daß wir ebenso gut Weizen nehmen könnten, als unseren Maßstandard, und bezeichnen wir die erwartete prozentuale Wertvermehrung (oder Wertverminderung) von Häusern mit a_1, von Weizen mit a_2.

Wir haben q_1, $-c_2$ und l_3 die Eigenzinssätze von Häusern, Weizen und Geld, in Größen von sich selbst als Wertstandard, genannt; das heißt, q_1 ist der Häuserzinsfuß in Größen von Häusern, $-c_2$ ist der Weizenzinsfuß in Größen von Weizen, und l_3 ist der Geldzinsfuß in Größen von Geld. Es wird ferner dienlich sein, $a_1 + q_1$, $a_2 - c_2$ und l_3, die für die gleichen, auf Geld als Wertstandard zurückgeführten Mengen stehen, den Haussatz des Geldzinses, den Weizensatz des Geldzinses und den Geldsatz des Geldzinses zu nennen. Es ist nun ersichtlich, daß die Nachfrage von Vermögensbesitzern sich auf Häuser, Weizen oder Geld richten wird, je nachdem ob $a_1 + q_1$ oder $a_2 - c_2$ oder l_3 am größten ist. Im Gleichgewicht werden somit die Nachfragepreise von Häusern und Weizen, in Geld gemessen, derart sein, daß keine der Alternativen vorteilhafter als die andere erscheint; — das heißt, $a_1 + q_1$, $a_2 - c_2$ und l_3 werden g l e i c h[452]) sein. Die Wahl des Wertstandards wird dieses Ergebnis nicht beeinflussen, weil eine Verschiebung von einem Standard zum anderen alle Größen in gleicher Weise ändern wird; das heißt um einen Betrag, der gleich dem erwarteten Satz der Wertvermehrung (oder Wertverminderung) des neuen Standards in Größen des alten ist"[453]).

Der Sinn dieser etwas merkwürdigen Ausführungen Keynes' dürfte folgender sein: zwischen den Erträgen verschiedener Vermögensbestände muß sich ein Gleichgewicht herstellen: jeder Vermögensbestand muß den gleichen Ertrag bieten: soweit dies nicht der Fall ist, wird die steigende Nachfrage

451) Daß, gemäß der ausführlichen Definition des Eigensatzes seitens Keynes', diesen Beispielen keine schlechthin allgemeingültige Bedeutung zukommen muß, daß also der Hauszinsfuß nicht immer positiv, der Weizenzinsfuß nicht immer negativ sein muß, vgl. oben S. 130.

452) Kursiv bei Keynes.

453) Keynes, a. a. O. S. 190, letzter Absatz.

nach dem Vermögensbestand mit dem höchsten Ertrag dessen Ertrag vermindern, die sinkende Nachfrage nach dem Vermögensbestand mit dem niedrigeren Ertrag dessen Ertrag steigern, bis zwischen beiden Gleichgewicht hergestellt ist.

Der gesamte Ertrag eines Vermögensbestandes, gemessen nicht in Größen von sich selbst, sondern in einem anderen Standard, soll sich nun — nach Keynes — erhöhen, wenn für den fraglichen Vermögensbestand eine Wertzunahme gegenüber dem anderen Vermögensbestand (der als Standard gewählt ist) antizipiert wird: das Erträgnis eines Hauses — um bei dem von Keynes gegebenen Beispiel zu bleiben —, das q, in Größen des Vermögensbestandes Haus gemessen, ist, soll, gemessen in Geld, größer sein, für den Fall, daß für den fraglichen Zeitraum der Geldpreis des Vermögensbestandes Haus steigt: der Besitzer des Vermögensbestandes Haus erzielt aus dem Besitz dieses Vermögensbestandes nicht nur den Eigenzinsfuß, d. h. den Ertrag, sondern er erfreut sich außerdem eines Kapitalgewinnes, gemessen in Geld. Eigenzinsfuß des Hauses plus prozentualer Wertzuwachs des Hauses, gemessen in Geld, soll im Gleichgewicht gleich sein dem Eigensatz des Vermögensbestandes, der als Standard genommen wurde, also in diesem Falle gleich dem Geldsatz[454]).

Aus der Bedingung der notwendigen Gleichheit zwischen den auf einen Vermögensbestand (in diesem Fall Geld) als Wertstandard zurückgeführten Eigensätzen soll sich nun folgendes ergeben: „Jene Vermögensbestände nun, deren normaler Angebotspreis niedriger als ihr Nachfragepreis ist, werden neu erzeugt werden; und das werden jene Vermögensbestände sein, deren Grenzleistungsfähigkeit (auf der Grundlage ihres normalen Angebotspreises) größer als der Zinsfuß ist (wobei beide nach dem gleichen Wertstandard gemessen werden, was dieser auch sein mag[455])). Mit der Zunahme des Vorrates an Vermögensbeständen, die am Anfang eine Grenzleistungsfähigkeit haben, die zum mindesten gleich hoch wie der Zinsfuß ist, wird ihre Grenzleistungsfähigkeit (aus genügend offensichtlichen, bereits angegebenen Grün-

454) Als Eigensatz des Geldes erscheint bei Keynes zunächst nicht der Leihzins, sondern die potentielle Annehmlichkeit oder Sicherheit, die der Besitz des Geldes gewährt.

455) Die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals soll — nach der Ansicht Keynes' — nicht nur in Geld, sondern in jedem beliebigen Warenstandard gemessen werden können: „Jeder dieser Warenstandards bietet uns für die Messung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nun die gleiche Möglichkeit wie das Geld. Denn wir können irgendeine beliebige Ware nehmen, zum Beispiel Weizen, und können den Weizenwert des voraussichtlichen Erträgnisses irgendeines Kapitalwertes berechnen. Dann gibt uns der Diskontsatz, der den gegenwärtigen Wert dieser Reihe von Weizenannuitäten dem gegenwärtigen Angebotspreis des Vermögensbestandes in Größen von Weizen gleichmacht, die Grenzleistungsfähigkeit des Vermögensbestandes, in Größen von Weizen gemessen. Wenn keine Aenderung in den verhältnismäßigen Werten zweier alternativer Standards erwartet wird, dann wird die Grenzleistungsfähigkeit eines Kapitalwertes die gleiche sein, ob sie nun in dem einen oder dem anderen Standard gemessen wird, da der Zähler und der Nenner des Bruches, der zu der Grenzleistungsfähigkeit führt, im gleichen Verhältnis geändert werden. Wenn jedoch erwartet wird, daß sich der eine der alternativen Standards im Wert, in Größen des anderen, ändern wird, werden sich die Grenzleistungsfähigkeiten der Kapitalwerte um den gleichen Prozentsatz ändern, je nach dem Standard, in dessen Größen sie gemessen werden. Um dies zu erläutern, wollen wir den einfachsten Fall nehmen, in welchem erwartet wird, daß Weizen als einer der alternativen Standards, zu einem stetigen Satz von a % im Jahr, in Geld gemessen, im Werte zunimmt; die Grenzleistungsfähigkeit eines Vermögensbestandes, die x % in Geld gemessen ist, wird dann x — a % in Weizen gemessen sein. Da die Grenzleistungsfähigkeiten aller Kapitalwerte um den gleichen Betrag geändert werden, folgt, daß ihre Größenordnung die gleiche sein wird, unbekümmert um die Wahl des Standards." (Keynes, a. a. O. S. 187/188.) Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals wird bei Keynes definiert, als der Diskontsatz, der voraus-

den) die Neigung haben, zu fallen. Es wird daher ein Punkt kommen, an den es sich nicht länger lohnt, sie zu erzeugen, *es sei denn, daß der Zinsfuß* im gleichen Schritt *falle*[456]). Wenn es k e i n e n[456]) Vermögensbestand gibt, dessen Grenzleistungsfähigkeit den Zinsfuß erreicht, wird die weitere Erzeugung von Kapitalwerten zu einem Stillstand kommen.

Nehmen wir an (als bloße Hypothese auf dieser Stufe der Beweisführung), daß irgendein Vermögensbestand (zum Beispiel Geld) besteht, dessen Zinsfuß fixiert ist (oder bei einer Zunahme der Produktion langsamer abnimmt, als der Zinsfuß irgendeiner anderen Ware); wie wird die Lage ausgeglichen? Da $a_1 + q_1$, $a_2 - c_2$ und l_3 notwendigerweise einander gleich sind, und da l_3 unserer Hypothese gemäß entweder fixiert ist, oder langsamer als q_1 oder $-c_2$ fällt, folgt, daß a_1 und a_2 steigen müssen. Mit anderen Worten, der gegenwärtige Geldpreis jeder anderen Ware als Geld hat die Neigung, im Verhältnis zu seinem erwarteten zukünftigen Preis zu fallen. Wenn q_1 und $-c_2$ weiter fallen, wird folglich ein Punkt kommen, an dem es nicht mehr einträglich ist, irgendwelche Waren zu erzeugen, es sei denn, man erwarte, daß die Erzeugungskosten an irgendeinem zukünftigen Zeitpunkt die gegenwärtigen Kosten um einen Betrag übersteigen werden, der die Kosten des Durchhaltens eines jetzt erzeugten Bestandes bis zum Zeitpunkt des voraussichtlichen höheren Preises decken wird.

Es wird nun deutlich, daß unsere frühere Feststellung, daß es der Geldzinsfuß ist, welcher der Produktionsrate eine Grenze setzt, nicht durchaus richtig ist. Wir hätten sagen sollen, daß es der Zinsfuß jenes Vermögensbestandes ist, der bei einer allgemeinen Zunahme des Vorrates an Vermögensbeständen am langsamsten fällt, der letzten Endes die gewinnbringende Erzeugung aller anderen Vermögensbestände unmöglich macht, — mit der Ausnahme des soeben erwähnten Falles eines besonderen Verhältnisses zwischen den gegenwärtigen und den voraussichtlichen Erzeugungskosten. Mit der Zunahme der Produktion werden die Eigenzinssätze auf Niveaus sinken, auf denen ein Vermögensbestand nach dem anderen unter den Standard der gewinnbringenden Erzeugung fällt; — bis letzten Endes nur noch wenige oder selbst nur ein Eigenzinsfuß auf einem Niveau bleibt, das über dem der Grenzleistungsfähigkeit irgendeines Vermögensbestandes liegt“[457]).

Die funktionelle Bedeutung des höchsten Eigenzinsfußes formuliert Keynes an anderer Stelle folgendermaßen: „. . . . es mag sein, daß der

---

sichtlichen Ertrag und Reproduktionskosten gleich machen würde (vgl. a. a. O. S. 114 et passim): dieser Diskontsatz wird zunächst der Gleiche sein, ob nun Ertrag und Reproduktionskosten im Geld ausgedrückt werden oder in Einheiten einer Ware. Der Diskontsatz, der Gelderträgnis gleich den geldlichen Reproduktionskosten macht, wird aber ein anderer sein, als der Diskontsatz, der das „Weizenerträgnis“ gleich den „Weizenreproduktionskosten“ macht, sofern für die Umrechnung des geldlichen Erträgnisses in Weizeneinheiten ein anderer Preis des Weizens in Geld gilt, als für die Umrechnung der geldlichen Reproduktionskosten in Weizeneinheiten. Sofern für die Umrechnung des geldlichen Erträgnisses in Weizeneinheiten ein höherer Geldpreis des Weizens gilt, als für die Umrechnung der geldlichen Reproduktionskosten, wird ein geringerer (als der, der Geldertrag gleich geldlichen Repoduktionskosten machte), Diskontsatz Weizenertrag gleich Weizenreproduktionskosten machen, und zwar muß dieser Diskonsatz um den Prozentsatz der Wertvermehrung, die die Weizeneinheit in Geld erfahren hat, geringer sein, als der Diskontsatz, der Geldertrag gleich geldlichen Reproduktionskosten machte.

456) Kursiv bei Keynes!

457) Keynes, a. a. O. S. 191/192.

Höchste[458]) der Eigenzinssätze der Hahn im Korb wird (weil es der höchste dieser Sätze ist, den die Leistungsfähigkeit eines Kapitalwertes erreichen muß, wenn er neu erzeugt werden soll) . . ."[459]). Wenn derart der höchste der Eigenzinssätze entscheidend sein soll für die Neuerzeugung eines Kapitalwertes, d. h. für die Vornahme der Investition, muß offenbar angenommen werden, Keynes glaube, der höchste Eigenzinssatz bestimme den Leihzinsfuß, den Marktzinssatz: denn anderenfalls könnte gar nicht generell verglichen werden zwischen der Grenzleistungsfähigkeit irgendeines Kapitalwertes und dem höchsten Eigenzinsfuß[460]). Es wäre zu folgern, daß Keynes mit seiner Feststellung, jeder Eigenzinsfuß, soweit er der höchste ist, könne der „Hahn im Korb"[461]) sein, eingeräumt habe, auch ein anderer Eigenzinsfuß als der Geldzinsfuß könne den Leihzinsfuß bestimmen: denn theoretisch bestünde die Möglichkeit, daß auch einmal ein anderer als der Eigenzinssatz des Geldes der höchste sein kann[462]).

Die eben zitierten Ausführungen Keynes' erwecken den Eindruck, Keynes habe die Frage so gestellt, daß gar keine andere Antwort übrig bleibe, als die, daß der Eigenzinsfuß des G e l d e s der höchste ist. Keynes nimmt an, daß die Grenzleistungsfähigkeit aller Vermögensbestände die Neigung haben wird, zu fallen[463]); infolge der engen Verwandtschaft zwischen dem Begriff der Grenzleistungsfähigkeit eines Vermögensbestandes und der Komponente q des Eigenzinsfußes jenes Vermögensbestandes[464]) (— Keynes bezeichnet es an anderer Stelle als wesentliches Kriterium des Eigensatzes des Geldes im Gegensatz zum Eigensatz anderer Vermögensbestände, daß der erstere nicht in „Wechselbeziehung" zu der Grenzleistungsfähigkeit der Vermögensbestände stehe[465])) — muß, wenn angenommen wird, die Grenzleistungsfähigkeit eines Vermögensbestandes sinke, damit angenommen sein, der Eigenzinsfuß dieses Vermögensbestandes sinke hinsichtlich des Faktors q, also hinsichtlich des Faktors, der den Eigenzinsfuß der Vermögensbestände positiv machen soll. Unter der Annahme, die Grenzleistungsfähigkeit aller Vermögensbestände sinke, müssen notwendig auch die Eigenzinssätze aller Waren und Vermögensbestände sinken, bei denen der Eigenzinsfuß nur aus dem Grund positiv sein kann, weil sie ein Erträgnis q abwerfen. Lediglich diejenigen Vermögensbestände, deren positiver Eigenzinsfuß verursacht ist durch eine hohe Liquidi-

458) Kursiv bei Keynes!

459) a. a. O. S. 187 (oben).

460) Keynes sagt, der Produktion, bzw. Investition sei dadurch eine Grenze gesetzt, daß es stets eine „Alternative zum Besitz von Realkapitalwerten" gebe, „nämlich den Besitz von Geld und Darlehen" (a. a. O S. 178); Keynes will damit sagen, der (voraussichtliche) Ertrag einer Produktion werde verglichen mit dem bekannten Satz für Leihkapitalien, bzw. den Vorteilen der Hortung und je nach dem Ergebnis des Vergleiches werde die abstrakte Kapitalsumme in Realkapital investiert oder ausgeliehen bzw. gehortet. Daraus geht hervor, daß, wenn Keynes dem höchsten der Eigensätze diese Funktion zuschreibt, er unterstellt, der höchste der Eigensätze bestimme die Höhe des Leihzinsfußes.

461) Der Ausdruck, daß der höchste der Eigenzinssätze „der Hahn im Korb wird", steht für das englische „rools the roost" (vgl. das englische Original S. 223).

462) Damit wäre zugestanden, daß eine hohe Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals den Marktzinsfuß steigern kann: angenommen, der Eigensatz von Häusern sei sehr hoch, höher als der Geldsatz: sollte dann der hohe Eigensatz des Hauses den Geldsatz entsprechend erhöhen? Der hohe Eigensatz des Hauses wäre ja nichts anderes als eine hohe Grenzleistungsfähigkeit des Vermögensbestandes des Hauses. Vgl. die oben S. 130 zitierte Aeußerung D. H. Robertsons!

463) Siehe Zitat S. 133/134.

464) Siehe oben S. 129/130.

465) Keynes, a. a. O. S. 199/200.

tätsprämie 1, werden bei einer Abnahme der Grenzleistungsfähigkeit keine Senkung ihres Eigenzinsfußes erfahren. Nun stellt Keynes aber fest, daß im allgemeinen bei Waren und Vermögensbeständen[466]) die Liquiditätsprämie unbeachtlich sei, auch aus dem Grunde, weil der allenfallsigen Liquiditätsprämie beträchtliche Durchhaltekosten gegenüberstünden und weil es auf die Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten ankomme[467]).

Wenn Keynes sagt, daß „es nicht der Geldzinsfuß ist, welcher der Produktionsrate eine Grenze setzt", sondern „der Zinsfuß jenes Vermögensbestandes . . . , der bei einer allgemeinen Zunahme des Vorrates an Vermögensbeständen am langsamsten fällt"[468]), — dann ist diese Feststellung tautologisch, denn unter den von Keynes angenommenen Voraussetzungen kann es gar kein anderer als der Geldzinsfuß sein, der der höchste ist.

2. Erörterung der Eigenart des „Geldsatzes".

Nachdem Keynes zunächst als bloße Hypothese vorausgesetzt hat, daß der Eigensatz des Geldes angesichts einer Zunahme der allgemeinen Produktion starr sei oder zögernder falle, als die Eigensätze von Waren und sonstigen Vermögensbeständen, erörtert er ausführlich die Gründe, die für die Starrheit des Geldsatzes ursächlich sein sollen. Der erste Grund dafür, daß der Eigenzinssatz des Geldes „in Größen von sich selbst als Standard, bei einer Zunahme der Produktion zögernder zu fallen geneigt ist, als die Eigenzinssätze irgendwelcher anderer Vermögensbestände in Größen von sich selbst"[469]), soll sein, „die Tatsache, daß das Geld, sowohl auf lange, als auf kurze Sicht, eine Null- oder zum mindesten eine sehr geringe Elastizität der Erzeugung hat, soweit es sich um die Macht der privaten Unternehmungslust im Gegensatz zur Macht der Währungsbehörde handelt"[470]): Geld — so sagt Keynes — kann nicht „wie eine Ernte angebaut oder wie ein Kraftwagen fabriziert werden"[471])[472]).

Wegen dieser Unelastizität des Geldangebotes soll es ausgeschlossen sein, „den Geldzinsfuß durch eine Beeinflussung des Angebotes herunterzubringen"[473]): die Elastizität des Angebotes, der vorhandenen Menge, eines Vermögensbestandes erachtet Keynes als eine notwendige Voraussetzung dafür, daß der Eigenzinsfuß eines derartigen Vermögensbestandes sinken kann: „Im Falle von Vermögensbeständen mit einer elastischen Erzeugung stützte sich nun der Grund unserer Voraussetzung, daß ihr Eigenzinsfuß sinken wird, auf unsere Voraussetzung, daß ihr Vorrat bei einer höheren Rate der Produktion zunehmen wird"[474]); die Warenzinssätze sollen deshalb nach

466) Siehe die oben S. 128 angeführte Stelle der Allgemeinen Theorie!
467) a. a. O. S. 198 (2. Absatz).
468) a. a. O. S. 191 (letzter Absatz).
469) a. a. O. S. 192 (III.).
470) a. a. O. S. 192.
471) a. a. O. S. 193 (2. Absatz).
472) Der naheliegende Einwand, daß die Geldmenge nicht starr sei, sondern gewisse Elastizität aufweise, ist hier nicht stichhaltig, da die Feststellung Keynes', Geld könne nicht wie ein Kraftwagen fabriziert oder wie eine Ernte angebaut, also nicht willkürlich vermehrt werden, durchaus richtig ist und geringe Elastizitäten an dieser grundsätzlichen Tatsache nichts ändern.
473) a. a. O. S. 196/197.
474) a. a. O. S. 193 (2. Absatz).

der Ansicht Keynes' solange sinken, „bis der Durchbruch von Vollbeschäftigung für Waren allgemein die Unelastizität des Angebotes hervorgebracht hätte, die wir als normales Merkmal des Geldes unterstellt haben“ [475]). Wie schon oben [476]) erwähnt, ist die Feststellung Keynes', die Warenzinssätze würden sinken bei einer Zunahme des Vorrates aller Vermögensbestände, eine Folge seiner Annahme, daß die Grenzleistungsfähigkeit aller Vermögensbestände, bzw. die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen eine Funktion der Menge der vorhandenen Vermögensbestände ist [477]). Warum aber die Eigenzinssätze, bzw. die Grenzleistungsfähigkeiten der einzelnen Vermögenswerte, starr sein sollten, sobald Vollbeschäftigung erreicht ist, bleibt unklar — wie so manches in diesen hier zur Diskussion stehenden Ausführungen Keynes' [478]).

Keynes hält noch eine weitere Bedingung für erforderlich, um dem Geldsatz seine Starrheit zu verleihen: „Die zweite Verschiedenheit des Geldes ist, daß seine Elastizität des Ersatzes gleich oder fast gleich Null ist; was bedeutet, daß bei einer Erhöhung des Tauschwertes des Geldes keine Neigung vorhanden ist, es durch irgendeinen anderen Faktor zu ersetzen; — ausgenommen vielleicht, in einem unbedeutenden Maße, soweit der Geldstoff auch in der Industrie Verwendung findet. Dies ergibt sich aus der Besonderheit des Geldes, daß sein Nutzen einzig und allein von seinem Tauschwert abgeleitet wird, so daß die beiden im gleichen Schritt steigen und fallen, mit der Folge, daß bei einer Erhöhung des Tauschwertes des Geldes kein Beweggrund oder keine Neigung vorhanden ist, es durch irgendeinen anderen Faktor zu ersetzen, wie dies bei anderen Rentefaktoren der Fall ist. Es ist somit nicht nur unmöglich, bei einer Erhöhung des Arbeitspreises des Geldes mehr Arbeit auf seine Erzeugung zu lenken, sondern Geld ist ein bodenloser Ausguß für die Kaufkraft, wenn die Nachfrage nach ihm zunimmt, weil es keinen Wert erreichen kann, bei dem die Nachfrage in ein Verlangen nach anderen Dingen überlaufen wird, wie dies bei sonstigen Rentefaktoren der Fall ist“ [479]) [480]).

475) a. a. O. S. 197 (Mitte)

476) vgl. den vorigen Abschnitt.

477) vgl. dazu Allgemeine Theorie, 11. Kap., S. 114 ff.; eine Ueberprüfung, ob tatsächlich die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen eine Funktion der jeweiligen Größe des gesamten Kapitalbestandes ist, soll im nächsten Kapitel erfolgen.

478) Eine Starrheit des Bestandes an Kapitalwerten ist durchaus nicht notwendig, wenn Vollbeschäftigung besteht: denn soweit gespart und investiert wird, erfährt der Realkapitalbestand eine fortgesetzte Vermehrung; wenn dies beachtet wird, erscheint die Annahme Keynes', die Eigensätze aller Kapitalwerte müßten, im Falle der Vollbeschäftigung, starr werden, wie der Satz des Geldes es immer sei, nicht einleuchtend. Freilich kann im Falle der Vollbeschäftigung (stagnierende Bevölkerung unterstellt) die gesamte Produktion (d. h. die Produktion in Arbeitseinheiten gemessen) nicht zunehmen, aber dies ist kein Grund, warum nicht die Produktion der Realkapitalbestände zunehmen könnte: und auf die Realkapitalwerte kommt es an, wenn Keynes von den Eigenzinssätzen spricht.

479) a. a. O. S. 193/194.

480) Keynes spricht (S. 201—203) davon, daß in gewissen geschichtlichen Zeiten dem Besitz von Land die gleiche Liquiditätsprämie angehaftet haben soll, wie heute dem Besitz von Geld, daß folglich in diesen Zeiten der Eigensatz des Landes ebenso starr war, wie heute der Geldsatz, und daß folglich zu diesen Zeiten dieser hohe Eigensatz des Landes der Produktionsrate eine Grenze gesetzt und eine Verarmung der Wirtschaftsgesellschaft verursacht habe, wie heute der Geldsatz.
Es fragt sich zunächst, ob hier Keynes nicht ein Anachronismus unterlaufen ist: daß ein hoher Zinssatz allgemeine wirtschaftliche Verarmung herbeiführen soll, ist offenbar nur möglich bei einer streng geldlich durchgebildeten Verkehrswirtschaft, in der alle Momente einer Naturaltauschwirtschaft schon verschwunden sind: denn die Crux des Zinsfußes — wie Keynes sie sieht — entsteht ja daraus, daß der hohe Zinsfuß verhindert, daß Einkommen, soweit es infolge der geldlichen Er-

Zweifellos kommen dem Gelde diese von Keynes aufgezeigten Bedingungen, die Null-Produktions- und die Null-Substitutionselastizität, zu. Keynes erwägt nun weiter, „ob diese Folgerungen durch die Tatsache gestört werden, daß es zwar nicht möglich ist, die Menge des Geldes durch eine Ablenkung von Arbeit auf seine Erzeugung zu vermehren, es aber trotzdem ungenau wäre, vorauszusetzen, daß sein wirksames Angebot starr ist. Insbesondere wird eine Senkung der Lohneinheit Bargeld von seinen anderen Verwendungen für die Befriedigung des Beweggrundes der Liquidität freigeben; während darüber hinaus bei einer Erhöhung des Geldwertes der Bestand an Geld einen größeren Teil vom Gesamtvermögen des Gemeinwesens ausmachen wird“ [481]).

Eine allgemeine Lohnsenkung, damit Preissenkung und folglich „relative“ Geldvermehrung hält Keynes für praktisch ausgeschlossen: „Die Tatsache, daß Löhne, in Geld gemessen, die Neigung haben, zähe zu sein, indem der Geldlohn beständiger ist, als der Reallohn, vermindert die Bereitwilligkeit der Lohneinheit, in Größen von Geld zu sinken . . . . . . Es ist . . . . unwahrscheinlich, daß die Löhne weiterhin zähe bleiben würden, wenn sie in Größen irgendeiner anderen Ware fixiert wären, zum Beispiel Weizen. Es sind gerade die anderen Eigenschaften des Geldes, — besonders jene, die es flüssig machen, – die bewirken, daß Löhne, wenn sie in Geld festgesetzt sind, dazu neigen, zähe zu sein“ [482]).

Aber selbst eine relative oder absolute Vermehrung der Geldmenge soll — nach Keynes — noch nicht notwendig eine Senkung des Eigensatzes des Geldes nach sich ziehen: denn die „Merkmale des Geldes, welche die Vorliebe für Liquidität befriedigen“, sollen, „unter gewissen häufig vorkommenden Umständen“, „den Zinsfuß veranlassen, sich selbst gegen eine beträchtliche Zunahme in der Geldmenge, im Vergleich zu anderen Formen von Vermögen, unempfindlich zu verhalten, besonders wenn der Zinsfuß unter einen gewissen Stand sinkt. Mit anderen Worten, über einen gewissen Punkt hinaus wird das Erträgnis des Geldes aus Liquidität auf eine Vermehrung seiner Menge hin nicht annähernd in dem Maße fallen, in dem das Erträgnis aus anderen Arten von Vermögensbeständen bei einer vergleichbaren Vermehrung ihrer Menge fällt“ [483]).

Die Tatsache, daß in der modernen „liberalistischen“ Wirtschaft Geldlöhne (wenigstens nach unten) unnachgiebig sind, ist unbestreitbar. — Ebenso ist unbestreitbar, daß es mit der Keynes'schen Liquiditätstheorie des Zinses verträglich ist, anzunehmen, Geldvermehrung müsse nicht notwendig den Zinsfuß senken, wenn mit einem gleichzeitigen Steigen der Liquiditätsvorliebe zu rechnen sei [484]) [485]).

---

sparnis nicht auf dem Wege über die Konsumgütererzeugung reproduziert werden kann, in voller Höhe durch Investition reproduziert wird. Nur sofern Einkommen durchwegs in Geld erzielt und in Geld gespart wird, kann der hohe Zinsfuß Einkommen und Produktion (im Sinne von Keynes, also in Arbeitseinheiten gemessen) vermindern. Es ist fraglich, ob jene früheren Zeiten, in denen — nach Keynes — dem Besitz von Land eine Liquiditätsprämie anhaftete, ein Wirtschaftssystem, bei dem Einkommen in Geld und Ersparnisse in Geld gebildet werden, darstellten.

481) a. a. O. S. 194 (2. Absatz).

482) a. a. O. S. 194 (b.), 195.

483) a. a. O. S. 195 (c.).

484) Wenn man glaubt, Keynes wolle hier beweisen, warum der Geldzinsfuß starr sei, warum also für die Aufgabe der Liquidität stets eine relativ gleichbleibende Prämie verlangt werde, könnte man der Ansicht sein, die Keynes'sche Argumentation drehe sich im Kreise: zu beweisen wäre, warum der Eigensatz, d. h. die Liquiditätsprämie des Geldes starr sei; als eine Ursache da-

Als weitere wesentliche Bedingung dafür, daß eine zunehmende Geldmenge nicht notwendig eine Senkung des Eigensatzes des Geldes auslöse, statuiert Keynes die Tatsache der niedrigen Durchhaltekosten des Geldes: „In diesem Zusammenhang spielen die niedrigen (oder unbeachtlichen) Durchhaltekosten des Geldes eine wesentliche Rolle. Denn wenn seine Durchhaltekosten bedeutend wären, würden sie die Wirkung von Erwartungen über den voraussichtlichen Wert des Geldes an zukünftigen Zeitpunkten aufheben. Die Bereitwilligkeit der Bevölkerung, auf eine verhältnismäßig geringe Anregung hin, ihren Bestand an Geld zu vermehren, ist darauf zurückzuführen, daß die (wirklichen oder vermeintlichen) Vorteile der Liquidität keinem Gegengewicht in der Form von Durchhaltekosten ausgesetzt sind, die mit dem Verlauf der Zeit steil ansteigen. Im Falle einer anderen Ware als Geld mag ein mäßiger Bestand gewisse Annehmlichkeiten für Benützer der Ware bieten. Obschon auch ein größerer Bestand als wertbeständige Form von Vermögen einige Anziehungskraft haben könnte, würde diese doch durch die Durchhaltekosten der Ware in der Form von Lagerspesen, Schwund usw. aufgehoben werden. Nachdem also ein gewisser Punkt erreicht ist, ergibt sich notwendigerweise ein Verlust aus dem Halten eines größeren Bestandes.

Im Falle von Geld ist dies jedoch, wie wir gesehen haben, nicht der Fall, — und zwar wegen jener Reihe von Gründen, die das Geld, nach der Ansicht der Bevölkerung, zum Inbegriff der Liquidität machen. Jene Reformatoren, die in der Erzeugung künstlicher Durchhaltekosten des Geldes ein Heilmittel gesucht haben, zum Beispiel durch das Erfordernis periodischer Abstempelungen der gesetzlichen Zahlungsmittel zu vorgeschriebenen Gebühren sind somit auf der richtigen Spur gewesen; und der praktische Wert ihrer Vorschläge verdient, erwogen zu werden“ [486]).

für soll die Unelastizität der Geldmenge gelten; eine Bedingung für die Unelastizität der relativen Geldmenge soll sein die Liquiditätsprämie des Geldes, d. h. jene Eigenschaften des Geldes, die es „flüssig“ machen. Derart wäre ein letzter Grund für die zu beweisende Starrheit der Liquiditätsprämie diese Liquiditätsprämie selbst. — Das gleiche Urteil wäre zu fällen, wenn Keynes zunächst die Starrheit der Geldmenge als Bedingung für die Starrheit des Geldsatzes statuiert, um anschließend einer möglicherweise eintretenden und deshalb zu berücksichtigenden „Elastizität“ des Geldangebotes mit dem Hinweis auf die Liquiditätsprämie des Geldes die entsprechende Wirkung auf den Geldsatz abzusprechen (vgl. aber unten, S. 142).

485) In einer Gegenüberstellung zwischen der geldtheoretischen Argumentation Keynes' in der Allgemeinen Theorie und den Argumentationen um das Problem des sog. „neutralen“ Geldes charakterisiert W. Egle (Zur Frage des „neutralen“ Geldes, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 12—30) den geldtheoretischen Grundgedanken Keynes' folgendermaßen: „Die Starrheit der Geldlöhne und anderer Kostenfaktoren ist (ergänze: bei Keynes, D. V.) n i c h t d i e U r s a c h e , sondern d i e F o l g e der Gewohnheit des Hortens. Dem Gelde wohnen . . . gewisse spezifische Eigenheiten inne, denen zufolge die Gefahr des Hortens unvergleichlich größer sei, als im Falle einer auf direktem Warenaustausch basierenden Wirtschaft. Der spezifischen Hortfähigkeit des Geldes sei es nun aber zuzuschreiben, daß die in Geld ausgedrückten Preise der Waren und Produktionsmittel weniger schwanken, als — erwartungsgemäß, — die in irgendeinem „Warenwertstandard“ (z. B. Weizenstandard) ausgedrückten Preise es tun würden. Denn während beispielsweise eine Steigerung der Weizenproduktion normalerweise zu einer gleichstarken Zunahme des tatsächlichen Angebotes von Weizen auf dem Markt führen würde, — und damit einen entsprechenden Effekt auf den Weizenpreis hätte, — sei eine Vermehrung der in den Händen des Publikums sich befindenden Zahlungsmittel keineswegs notwendig mit einer entsprechenden Zunahme der tatsächlich zirkulierenden Geldmenge gleichzusetzen. Es müsse vielmehr immer mit der Möglichkeit gerechnet werden, daß die neuen Zahlungsmittel von dem immer wachen Liquiditätsbedürfnis der Produzenten aufgesaugt und in Form von Kassenreserven aufgespeichert würden . . .“ (S. 25; Sperrung bei W. E.).

486) Keynes, a. a. O. S. 195 (letzter Absatz), 196 (oben).

Es ist unbestreitbar, daß dem Geld, außer den Eigenschaften der Null-Produktions- und der Null-Substitutionselastizität noch die weitere Eigenschaft der äußerst geringen Durchhaltekosten zukommt [487]).

Die drei angegebenen Momente sollen — nach der Ansicht Keynes' — ursächlich dafür sein, daß der gegebene Geldsatz, die Liquiditätsprämie des Geldes, nicht sinkt, wenn die Eigenzinssätze anderer Vermögensbestände sinken. Warum Geld aber eine Liquiditätsprämie hat, weshalb es eine potentielle Annehmlichkeit oder Sicherheit, eine Art immaterielles Erträgnis bietet — darüber geben die Erörterungen Keynes' über die „wesentlichen Eigenschaften von Zins und Geld" keinen Aufschluß.

Verschiedene Aeußerungen Keynes' („ . . . wenn seine Durchhaltekosten bedeutend wären, würden sie die Wirkung von Erwartungen über den voraussichtlichen Wert des Geldes an zukünftigen Zeitpunkten [488]) aufheben" [489]); „Die Annehmlichkeit, Vermögensbestände im gleichen Standard zu halten, in dem zukünftige Verbindlichkeiten fällig werden, und in dem Standard, in dessen Größen die zukünftigen Lebenskosten voraussichtlich verhältnismäßig beständig sein werden, liegt auf der Hand" [490]); „. . . die normale Erwartung, daß der Wert der Produktion in Größen von Geld gemessen, beständiger sein wird, als in Größen irgendeiner anderen Ware . . . ." [491]); und weiter: „Wir sehen somit, daß die verschiedenen Merkmale, welche miteinander den Geldzinsfuß ausschlaggebend machen, in einer sich steigernden Art aufeinander wirken. Die Tatsache, daß die Elastizitäten der Erzeugung und des Ersatzes, und die Durchhaltekosten niedrig sind, neigt dazu, die Erwartung zu verstärken, daß Geldlöhne verhältnismäßig beständig sein werden; und diese Erwartung erhöht

---

487) Es scheint, daß Geld als solches, historisch gesehen, gar nicht entstehen kann, in Abwesenheit dieser drei Momente: d. h. es wird nur eine derartige Ware zu Geld erklärt, die geringe Produktionselastizität, d. h. einen gewissen Seltenheitswert hat, und durch ein Minimum an technisch-physikalischen Durchhaltekosten gekennzeichnet ist; und soweit Geld als solches funktioniert, hat es eine geringe Substitutionselastizität.

Es sei hier die Stellungnahme des oben angeführten Autors wiedergegeben: „Es soll nun nicht bestritten werden, daß das Geld in hervorragendem Maße imstande ist, das Bedürfnis nach Liquidität zu befriedigen. Ebenfalls muß zugegeben werden, daß Güter, die zur Rolle des Geldes erhoben worden sind, höchst wahrscheinlich durch eben diesen Prozeß erheblich an Liquiditätswert gewonnen haben. Aber es erhebt sich nun hier die wichtige Frage nach den Ursachen und dem Wesen des Geldes. Die Ausführungen von Keynes erwecken oft den Eindruck, als ob er der Ansicht sei, das Geld verdanke seine Existenz gewissen einmaligen technischen und wirtschaftlichen Eigenschaften bestimmter Güter. Eine solche Auffassung, die man als eine etwas neuartige Variante der überlebten „commodity-theory" des Geldes bezeichnen könnte, läßt sich nicht halten, und diese Ablehnung bedarf heute wohl kaum mehr einer ausdrücklichen Begründung. Es muß genügen, darauf hinzuweisen, daß das Geld seiner Existenz und seinen Eigenschaften nach eine spezifisch organisatorisch-gesellschaftliche Einrichtung ist, die sich ohne Berücksichtigung ihrer starken rechtlichen Fundamentierung einfach nicht befriedigend erfassen läßt. Die gesetzlichen Regelungen sind natürlich Ausdruck bestimmter Bedürfnisse, die man an das Geld heranträgt, unter anderem des Bedürfnisses nach einem ideal liquiden Wertgegenstand (Annahmezwang!). Wenn ein allgemeines Bedürfnis nach Liquidität in dem von Keynes behaupteten Ausmaße tatsächlich bestehen sollte, so liegen für den um die Stabilität der Wirtschaft besorgten Oekonomen die Probleme in erster Linie dort, und nicht beim Geld. Diese Feststellung stützt sich auf die Ueberlegung, daß die angebliche Existenz eines so mächtigen Bedürfnisses im Zweifel die Einführung eines Wertobjektes, das zur Befriedigung dieses Bedürfnisses dient, einfach erzwingen würde. Keynes' Angriffe auf das Geld befassen sich in Wirklichkeit mit den Symptomen, nicht mit den Ursachen des Liquiditätsproblems." (W. Egle, a. a. O. S. 30; Sperrung bei W. E.).

488) Sperrung vom Verfasser!

489) Keynes, a. a. O. S. 195 (letzter Absatz).

490) a. a. O. S. 198 (IV., 2. Absatz).

491) a. a. O. S. 199 (2. Absatz).

die Liquiditätsprämie des Geldes . . . ."[492]); u. a.) erwecken den Eindruck, Keynes erachte die Tatsache der Wertbeständigkeit des Geldes gegenüber Waren oder einem Warendurchschnitt, bzw. eine möglicherweise auftretende Antizipation steigenden Geldwertes, als direkte Ursache dafür, daß für die Aufgabe dieser (derart vorteilhaften) Liquidität eine Prämie, eben der Geldzinsfuß, verlangt werde.

Dies kann aber nicht sein: das Merkmal des Geldes, daß Lebens- und Produktionskosten in ihm beständig sind, bedingt an sich noch keinen Vorzug des Geldes gegenüber Darlehen bzw. Forderungen auf Geld: und allein die Summe der Vorteile, die Geld gegenüber Forderungen auf Geld auszeichnen, kann für die Existenz eines positiven Zinsfußes ursächlich sein, wenn das Phänomen des Zinses aus der Alternative Hortung und Ausleihen abgeleitet werden soll.

Nach Keynes muß ja der Zins als Vergütung für die Aufgabe der Liquidität betrachtet werden — daraus entstanden, daß die Aufgabe der Liquidität zugunsten des Erwerbs eines Schuldscheines das Risiko einer Vermögenseinbuße in sich schließe, weil möglicherweise die Forderung nicht zum vollen Wert, bzw. zu dem Wert, mit dem sie erworben wurde, in Geld umgewandelt werden kann. — Unterstellt man diese Ableitung als richtig, dann muß man folgern: wenn und soweit dieses Risiko kompensiert ist, stehen sich die Alternativen Horten und Ausleihen gleichwertig gegenüber (denn Keynes sieht ja ab von dem Risiko der Zahlungsunfähigkeit usw.).

Die Tatsache, daß Lebenskosten in Geld beständiger sind, als in einer anderen Ware, daß die Produktionskosten in Geld gleichfalls beständiger sind, als in irgendeiner anderen Ware, daß möglicherweise Erwartungen gehegt werden hinsichtlich des zukünftigen Wertes des Geldes, bedeutet dann insoweit einen Vorteil für den Besitzer von Geld gleichermaßen wie für den Besitzer einer Forderung auf Geld: denn Forderung auf Geld und Bestand an Bargeld sind insoweit beide eine Vermögensanlage, in der die künftigen Produktions- bzw. Lebenshaltungskosten beständig sind, bzw. eine Vermögensanlage, die einen Gewinn verspricht, falls der zukünftige Geldwert höher als der gegenwärtige sein sollte.

Die Erwartung steigenden Geldwertes gewährt ebenso dem Besitzer einer Forderung auf eine bestimmte Geldsumme, wie dem Besitzer eines Barbestandes, Vorteile; die derart erwarteten Vorteile können eine konstitutive Bedingung für eine vermehrte Sparneigung, d. h. eine vermehrte Neigung, den Konsum aufzuschieben bis zum Zeitpunkt des höchsten Geldwertes, sein; gleichermaßen kann die Erwartung steigenden Geldwertes Produktion und Investition hemmen, weil insoweit die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sinkt[493]) — und damit kann diese „Liquiditätsprämie" des Geldes, die in der Erwartung einer Steigerung des Geldwertes besteht, bewirken, daß bei einem gegebenen Geldzinsfuß mehr gespart wird, als vorher, und weniger investiert wird, als vorher. Die Erwartung sinkenden Geldwertes, steigender Geldpreise der Waren und Güter, umgekehrt, verändert ebenfalls in kei-

492) a. a. O. S. 199 (letzter Absatz).

493) Daß sinkender Geldwert steigende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, steigender Geldwert sinkende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals bedeutet, erörtert Keynes, a. a. O. 11. Kap. S. 119, III. In der Terminologie der „Eigenzinssätze" bedeutet sinkender Geldwert, daß der gesamte Ertrag eines Vermögensbestandes, in Geld gemessen, eine Erhöhung erfährt (vgl. den vorigen Abschnitt).

ner Weise die Bilanz der Vorteile der Hortung einerseits und der Vorteile des Ausleihens andererseits: die Alternative Horten oder Ausleihen wird durch sinkenden Geldwert an sich in keiner Weise berührt, sondern lediglich die Alternative Sparen oder Konsumieren. Bei sinkendem Geldwert wird bei einem gegebenen Zinsfuß weniger gespart, als vorher und mehr investiert, als vorher [493]): die Veränderung des Geldwertes an sich wäre belanglos für die Alternative Horten — Ausleihen [494]).

Wenn der Zins die Prämie sein soll, die für den Verzicht auf die Liquidität des Geldes entschädigt, kann es sich also nicht um die „Liquidität" des Geldes in dem Sinne handeln, daß Geld der Standard ist, in dem Preise und Löhne ausgedrückt und Verbindlichkeiten zu erfüllen sind, — der Standard, in dem Lebenshaltungs- und Produktionskosten beständig sind.

Die Starrheit der Geldmenge, die Abwesenheit von Substitutionselastizität und von (beachtlichen) Durchhaltekosten des Geldes kann Ursache sein für eine „Liquidität" des Geldes im Sinne eines äußerst wertbeständigen Wertstandards, nicht aber direkte Ursache für eine „Liquidität", die Keynes vorher dem Geld zugeschrieben hat, nämlich „Liquidität" im Sinne jener Vorteile, die dem Geld im Vergleich zu Darlehen, bzw. Schuldscheinen zukommen sollen. Es scheint sich also hier bei der „Liquiditätsprämie" um einen anderen Sachverhalt zu handeln, als bei der vorher postulierten „Liquiditätsannehmlichkeit" des Geldes [495]).

Es ergibt sich das Resultat, daß jene von Keynes erörterten Gründe, weshalb der Eigensatz des Geldes „in Größen von sich selbst als Standard, bei einer Zunahme der Produktion zögernder zu fallen geneigt ist, als die Eigenzinssätze irgendwelcher anderer Vermögensbestände in Größen von sich selbst," nichts Neues aussagen über jene Liquidität des Geldes, von der — gemäß der Liquiditätstheorie des Zinses — der Zinsfuß abgeleitet werden muß. Damit besteht im Rahmen dieser Arbeit keine Notwendigkeit, auf die diesbezüglichen Ausführungen Keynes' näher einzugehen.

3. Beurteilung der Keynes'schen Theorie der „Eigenzinssätze".

A. C. Pigou macht gegen die Keynes'sche Feststellung, jeder Ware und jedem Vermögensbestand käme wie dem Gelde ein bestimmter Eigenzinssatz zu und die ausschlaggebende Bedeutung des Geldsatzes resultiere daraus, daß dieser Satz der höchste unter allen Zinssätzen sei, folgendes geltend: „. . . for various reasons, developed at length, "it is the money-rate of interest, which is often the greatest": Therefore it is the money rate which rools the roost. The weakness of the "often" in this sentence — a necessary weakness,

494) Der Einwand, der gelegentlich gegen die Keynes'sche Liquiditätstheorie des Zinses erhoben wurde (so z. B. bei L. M. Lachmann: Uncertainty and Liquidity Preference, a. a. O. S. 296—302), der Zinsfuß könne nicht aus der Liquidität des Geldes abgeleitet werden, da es auch Situationen gäbe, in denen der Geldwert nicht stabil sei, Geld also keine Liquiditätsprämie aufweise und folglich auch Geld nicht erstrebt werde, sondern im Gegenteil eine Flucht aus dem Gelde einsetze, erledigt sich: denn wenn der Zins aus der Alternative Horten oder Ausleihen abgeleitet wird, verändert die Veränderung des Geldwertes die beiden Alternativen in gleicher Weise.

495) Es hat den Anschein, als wolle Keynes die „Liquiditätsannehmlichkeit" in dem zinstheoretisch relevanten Sinn mit als Bedingung für die „Liquidität" im Sinne einer äußersten Wertbeständigkeit des Geldes ansehen (vgl. dazu Fußnote 485).

for, obviously, in December, *for example*[496]), the strawberry rate of interest on a six months loan is enormously greater than the money-rate — should have warned Mr. Keynes that he had unwittingly entered a mare's nest . . . . For suppose that the money-rate of interest is 5 per cent., and the wheat rate 4 per cent., that a quarter of wheat now costs a £, and that we are deliberating whether or not to invest an r^{th} £. This r^{th} £ if invested, is expected to yield a series of returns Q_1, Q_2 . . . . expressed in money, or a series R_1, R_2 . . . . expressed in wheat. To obviate opportunities for arbitrage profit, the present value of the Q series at 5 per cent. must be the same as that of the R series at 4 per cent. Both present values alike must be £ 1 = 1 quarter of wheat. It makes no difference whatever which standard of value is used. Mr. Keynes has forgotten that if expected returns are to be discounted at the wheat rate instead of at the money rate, the returns themselves must be expressed, not as sums of money, but as sums of wheat. So soon as this is remembered, his problem, and with it his solution, vanishes in smoke“[497]).

Keynes würde wohl den Einwand Pigous, im Dezember sei nicht der Geldsatz der höchste, sondern der strawberry-Satz hinsichtlich eines Darlehens von 6 Monaten, mit dem Hinweis darauf widerlegen, daß in der Allgemeinen Theorie die Rede sei von einem Eigenzinsfuß nicht aller Waren schlechthin, sondern von einem Eigenzinsfuß aller dauerbaren Waren[498]), und daß folglich der Hinweis auf den strawberry-Satz aus dem einfachen Grunde nicht stichhaltig sei, weil es sich bei diesem Eigenzinsfuß um keine dauerbare Ware handle.

A. C. Pigou ist der Ansicht, daß, wenn im Dezember ein Darlehen in strawberries gegeben werde und die Rückerstattung im Juni ein Vielfaches an Einheiten dieser Ware betrage, diese Differenz zwischen der heutigen Summe Wareneinheiten und der tauschwertgleichen Summe Wareneinheiten am Termin der Rückzahlung den hohen positiven Eigensatz der betreffenden Ware darstelle. Allerdings geht die Wertzunahme bzw. Wertabnahme einer Ware, gemessen in einem anderen Vermögensbestand, beispielsweise in Geld, in den Keynes'schen Begriff des Eigensatzes der betreffenden Ware ein, soweit dieser Eigensatz auf Geld als Standard zurückgeführt wird[499]). Aber offensichtlich will Keynes mit der Beschränkung der Eigenzinssätze auf lediglich dauerbare Waren, derartige, saisonal bedingte Wertverschiedenheiten der Wareneinheit ausschalten.

Was den weiteren Einwand Pigous betrifft, den Einwand, daß es bezüglich der Vornahme von Investition auf das gleiche herauskomme, ob ein Geldstandard oder ein Weizenstandard zur Berechnung der Ergiebigkeit der Investition herangezogen werde, daß also die Messung des voraussichtlichen Erträgnisses in einem Weizenstandard die Investitionsvornahme auch nicht vorteilhafter erscheinen lasse, als die Berechnung des voraussichtlichen Erträgnisses in Geld, so würde Keynes die sachliche Richtigkeit dieser Behauptung wohl zugestehen: Denn auch die Keynes'schen Argumentationen dürften zu diesem Resultat führen und zwar folgendermaßen: Keynes hat den Begriff der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals definiert als den Dis-

496) Kursiv bei A. C. Pigou!

497) A. C. Pigou, a. a. O. S. 124 (unten), 125 (oben).

498) vgl. folgenden Satz aus der oben, S. 127 angeführten Stelle der Allgemeinen Theorie: „Für jede d a u e r h a f t e Ware haben wir somit einen Zinsfuß in Größen von sich selbst . . .“.

499) vgl. oben, S. 134.

kontsatz, der Reproduktionskosten und (voraussichtlichen) Ertrag gleich macht[500]); um Investition zu veranlassen, muß die derart definierte Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals mindestens dem Zinsfuß gleichkommen. Die Grenzleistungsfähigkeit in Geld gemessen —, so argumentiert Keynes —, ist gleich der Grenzleistungsfähigkeit z. B. in Weizen gemessen, vorausgesetzt, daß für die Umrechnung des Ertrages in Weizeneinheiten der gleiche Geldpreis des Weizens gilt, wie für die Umrechnung der Reproduktionskosten in Weizeneinheiten. Wenn nun der Eigenzinsfuß des Weizens z. B. niedriger ist, als der Geldzinsfuß (der Weizenzinsfuß in Größen von sich selbst gemessen), muß, da im Gleichgewicht die auf, beispielsweise, Geld als Standard zurückgeführten Eigenzinssätze aller Vermögensbestände notwendig gleich sind[501]), Weizen eine prozentuale Wertzunahme, in Geld gemessen, erfahren. Infolge dieser Wertzunahme des Weizens, in Geld gemessen, muß nun — gemäß der Keynes'schen Argumentation — die Grenzleistungsfähigkeit eines Kapitalwertes, gemessen in Weizen, geringer sein als die Grenzleistungsfähigkeit in Geld gemessen, und zwar geringer um die prozentuale Wertvermehrung[502]). Wenn die Grenzleistungsfähigkeit, in Geld gemessen, z. B. gerade dem Geldzinsfuß gleich war, muß die Grenzleistungsfähigkeit in Weizen gemessen ebenfalls dem Weizenzinsfuß, in Größen von sich selbst, gleich sein: denn die Grenzleistungsfähigkeit in Weizen gemessen weicht von der Grenzleistungsfähigkeit in Geld gerade um den Satz der prozentualen Wertvermehrung des Weizens, in Geld gemessen ab, und der Weizenzinsfuß, in Größen von sich selbst gemessen, divergiert vom Geldsatz voraussetzungsgemäß um die prozentuale Wertvermehrung des Weizens gemessen in Geld. Ob die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in Geld gemessen und mit dem Geldzinsfuß verglichen, oder ob die Grenzleistungsfähigkeit in Weizen gemessen und mit dem Weizenzinsfuß, in Größen von sich selbst gemessen, verglichen wird, muß demgemäß belanglos sein für die Frage, ob ein Anreiz besteht, zu investieren.

Der Kritik Pigous, Keynes habe übersehen, daß, sofern die Grenzproduktivität des Kapitals z. B. mit dem Weizenzinsfuß in Beziehung gesetzt werde[503]), der Ertrag selbst in Weizeneinheiten und nicht in Geld ausgedrückt werden müsse, und infolge dieses Versehens sei Keynes zu der irrigen Anschauung gekommen, der Uebergang vom Geldstandard zu — etwa — einem Weizenstandard könne die Vornahme von Investition begünstigen, kann insoweit nicht zugestimmt werden. Muß man sich der Folgerung Pigous, mit der Einräumung, daß der bloße Uebergang vom Geldstandard zu — etwa — einem Weizenstandard für die Frage der Investitionsvornahme unerheblich sei, verliere die Problemstellung und -lösung Keynes' in seinen Ausführungen über die „Eigenzinssätze" Sinn und Bedeutung, anschließen?

Der Einwand Pigous gegen Keynes' Theorem der Eigenzinssätze geht wohl, dem Grundgedanken nach, dahin, daß in der wirklichen tatsächlichen

500) vgl. Keynes, a. a. O., 11. Kap., S. 114 ff.

501) vgl. oben S. 132 und die dort angeführte Stelle aus der Allgemeinen Theorie.

502) Sofern eben für den Zeitpunkt, in dem das Erträgnis anfällt, dieser höhere Geldpreis des Weizens gilt; vgl. oben S. 133, Fußnote 455).

503) Die Methode der Inbeziehungsetzung von voraussichtlichem Ertrag und Zinsfuß ist bei Keynes eine andere, als bei Pigou: bei Pigou wird der voraussichtliche Ertrag mit dem bekannten Zinsfuß diskontiert: im Gleichgewicht muß jede Differenz zwischen den Reproduktionskosten und dem derart diskontierten Ertrag — jede solche Differenz stellt einen Kapitalgewinn oder -verlust dar — verschwinden (vgl. dazu: G. Myrdal in: der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse, a. a. O. S. 394 ff.); bei Keynes wird jener Diskontsatz gesucht, der den Ertrag gleich den Reproduktionskosten macht und im Gleichgewicht muß dieser Diskontsatz übereinstimmen mit dem Marktzinsfuß.

Wirtschaft Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Marktzinsfuß im Gleichgewicht gleich seien, daß an dieser Beziehung nichts sich ändere, wenn man irgendwelche „Warenzinssätze" konstruiere, da eben die tatsächliche kapitalistische Wirtschaft unter der Herrschaft des Marktzinsfußes stehe, weil in jeder Unternehmung eine Verzinsung des gesamten Eigenkapitals zum Marktzinsfuß aufgerechnet werde und sogar der Preis von Verbrauchskapitalien sich bestimme nach den gesamten anfallenden Erträgen, diskontiert zum Marktzinsfuß.

Keynes' Absicht geht nicht dahin, diese Tatsache zu bestreiten: aber er dreht die ganze Beziehung zwischen Grenzleistungsfähigkeit einzelner Vermögensbestände bzw. des Kapitals im gesamten und dem Marktzinsfuß um.

Der Grundgedanke Keynes' ist, daß die Grenzleistungsfähigkeit der Kapitalwerte insgesamt mit der Zunahme der Produktion, bzw. der Zunahme des Realkapitalbestandes sinke und folglich auch die Eigenzinssätze der betreffenden Vermögensbestände in Größen von sich selbst gemessen. Der Geldzinsfuß aber sei — aus verschiedenen Gründen — starr: da aber Gleichheit zwischen den verschiedenen Eigenzinssätzen, auf einen einheitlichen Standard, auf Geld, zurückgeführt, im Gleichgewicht herrschen müsse, komme ein Ausgleich über eine Senkung des gegenwärtigen Geldpreises der Ware im Verhältnis zu seinem zukünftigen Geldpreis zustande.

Es ist relativ unklar, was Keynes genau meint, wenn er sagt, der gegenwärtige Geldpreis der Ware habe die Neigung, im Verhältnis zu seinem zukünftigen Geldpreis zu fallen [504]); klar ist, daß der Geldpreis eines Vermögensbestandes sinken muß, wenn dieser Vermögensbestand, z. B. ein Haus, einen geringeren Ertrag abwirft, als die Kapitalsumme, die in dem Haus investiert ist, abgeworfen hätte, wenn sie verzinslich auf dem Markt angelegt worden wäre; Keynes meint jedenfalls, daß die Erzeugung dieser Art von Vermögensbeständen soweit eingeschränkt wird, bis dieser Vermögensbestand infolge dieser Verminderung seiner Menge — der Ertrag von Realkapital soll ja, nach Keynes, eine Funktion der vorhandenen Menge von Realkapital sein — wieder einen, dem Geldzinsfuß gleichen Ertrag abwirft.

Unklar ist weiter, wenn Keynes sagt, da der Weizenzinsfuß, z. B. in Anbetracht der erheblichen Durchhaltekosten, negativ sei, erfordere das Gleichgewicht, daß durch eine entsprechende Wertzunahme der Weizeneinheit, in Geld gemessen, der Eigenzinssatz des Weizens in Geld gemessen, dem Geldsatz angeglichen werde. Man könnte einwenden, daß doch in der Wirklichkeit keineswegs der Weizenpreis steige, weil Weizen, sofern er aufbewahrt wird, erhebliche Durchhaltekosten bedinge. Keynes denkt hier jedenfalls an den Sachverhalt, daß sofern derartige Vermögensbestände, wie Weizen, gelagert werden, der Geldpreis, zu dem sie schließlich verkauft werden, den beim Ankauf des Weizens investierten Kapitalwert um einen Satz überschreiten müsse, der die Durchhaltekosten deckt und darüber hinaus noch eine Verzinsung gewährt, die die Kapitalsumme sonst getragen hätte. Die Differenz zwischen Einkaufspreis einer zu lagernden Ware und schließlichem (beabsichtigtem) Verkaufspreis ist — und es scheint, daß Keynes hierauf abstellt — eine Funktion der Durchhaltekosten, die die Ware während ihrer Lagerung erzeugt und eine Funktion des Geldzinsfußes. Oder, wenn wir auf das Beispiel zurückgreifen, das Keynes zu Anfang seiner Ausführungen über die

504) vgl. oben S. 134.

Eigenzinssätze von Waren gegeben hat[505]): Der Grundgedanke dürfte hier sein, daß der Ueberschuß des Terminpreises einer börsenmäßig gehandelten Ware über ihren Kassa- oder Lokopreis — sofern in erheblichem Umfang an und für sich verkaufsbereite Ware erst termin verkauft wird — auf einen Betrag tendieren kann, der Lagerkosten und Verzinsung des in der Lagerung der Ware investierten Kapitals deckt.

Wenn wir die Argumentationen Keynes' in dieser Weise interpretieren, beinhalten sie nichts weiter, als die Aussage, infolge der Existenz eines positiven Geldzinsfußes bestimmter Höhe müsse jeder Vermögensbestand — sei es, daß es sich um einen technisch produktiven Vermögensbestand, sei es, daß es sich um ein Verbrauchskapital handelt, sei es, daß eine Ware, ohne technisch eine Produktion zu unterstützen, in einem irgendwie gearteten wirtschaftlichen Produktionsprozeß aufbewahrt wird und damit Lagerspesen eingegangen werden[506]) — im Gleichgewicht einen, dem Geldzinsfuß entsprechenden geldlichen Ertrag abwerfen. Da — nach der Ueberzeugung Keynes' — bei einem der Vollbeschäftigung der Wirtschaft entsprechenden Gesamtbestand an Waren und Vermögensbeständen jeder Ware und jedem Vermögensbestand ein geringerer Eigenzinsfuß (in Größen der betreffenden Ware selbst) zukäme, schränkt das Vorhandensein eines hohen und starren Geldzinsfußes die Produktion soweit ein, bis jede Ware und jeder Vermögensbestand einen, dem Geldzinsfuß entsprechenden, geldlichen Ertrag abwerfen kann. Der Geldzinsfuß ist somit — nach der Ansicht Keynes', und diese Ansicht ist der Kern seiner Erörterungen über die Eigenzinssätze — Ursache eines entsprechenden geldlichen Ertrages jeder Produktion überhaupt.

Damit ist diejenige Kapital-Theorie, die den Geldzinsfuß als eine Folge der Produktivität des Kapitals erachtet hatte, umgekehrt: auf einer bestimmten Stufe der Entwicklung der liberalistischen-kapitalistischen Wirtschaft ist, nach der Ansicht Keynes', die „Produktivität" des Kapitals Folge des Geldzinsfußes: der starre Geldzinsfuß verhindert, daß die Produktivität des Kapitales grundsätzlich sinken kann, denn es gibt immer „eine Alternative zum Besitz von Realkapitalwerten . . . , nämlich den Besitz von Darlehen oder Geld"[507]). „Es ist viel zweckmäßiger zu sagen, daß das Kapital während seines ganzen Bestandes ein, seine ursprünglichen Kosten übersteigendes Erträgnis hat, als es produktiv zu nennen. Denn der einzige Grund, warum ein Vermögenswert eine Aussicht bietet, während seines Bestandes Dienste

505) vgl. die oben S. 127 zitierte Stelle aus der Allgemeinen Theorie: „Nehmen wir an, daß der Lokopreis von Weizen 100 £ für 100 Quarters ist, daß der Preis des Terminkontraktes 107 £ für 100 Quarters ist, und daß der Geldzinsfuß 5 % ist; was ist dann der Weizenzinsfuß? £ 100 Loko werden £ 105 für spätere Lieferung kaufen, und £ 105 für spätere Lieferung werden $\frac{105}{107} \cdot 100$ (- 98) Quarters für spätere Lieferung kaufen. 100 Quarters Weizen für Loko Lieferung werden 98 Quarters für spätere Lieferung kaufen. Daraus folgt, daß der Weizenzinsfuß minus 2 % im Jahr ist." Keynes scheint anzunehmen, daß, unter der Voraussetzung, es werde erwogen, ob eine gegebene Menge Weizens Kassa oder Termin gekauft oder verkauft werden soll, der Terminpreis den Kassapreis übersteigen müsse um einen Betrag (im Beispiel 7), der die Verzinsung der Kapitalsumme (im Beispiel 5) und die mit der Aufbewahrung einzugehenden Spesen (im Beispiel 2 = eben der Eigenzinsfuß des Weizens!) decken müsse.

506) Die Meinung Keynes' dürfte insoweit nicht die sein, daß, wenn irgendeine beliebige Ware zum Zwecke der Vermögensanlage aufbewahrt werde, eine Differenz zwischen Anfangs-Einkaufspreis, bzw. Kostenwert und Verkaufspreis entstehen müßte. Die Meinung scheint die zu sein, daß, wenn eine Ware zum Zwecke der Produktion (im wirtschaftlichen Sinne — die Lagerhaltung eines Händlers erscheint als solche Produktion im wirtschaftlichen Sinne, desgleichen die Aufspeicherung von Waren zu dem Zwecke, eine erwartete Preissteigerung auszunützen —) gelagert wird, der Verkaufspreis, bzw. der erwartete und erstrebte, die Lagerspesen decken müsse.

507) Keynes, a. a. O. S. 178 (2. Absatz).

von einem größeren Gesamtwert als dem ursprünglichen Angebotspreis zu leisten, ist seine Knappheit; und es wird knapp gehalten, wegen des Wettbewerbes um den Zinsfuß auf Geld. Wird das Kapital weniger knapp, so vermindert sich das überschüssige Erträgnis, ohne daß es — wenigstens im stofflichen Sinn — weniger produktiv geworden ist" [508]). Silvio Gesell, dem „zu Unrecht übersehenen Propheten" käme — trotz mancher Fehler seiner Lehren — das Verdienst zu, erkannt zu haben, „daß es der Zinsfuß ist, welcher der Wachstumsrate des Realkapitals eine Grenze setzt", „daß die Vermehrung von Realkapital durch den Geldzinsfuß aufgehalten wird" [509]).

Gegen die in gewisser Hinsicht verwandten Anschauungen S. Gesells (wonach bekanntlich allein die Hortfähigkeit des Geldes den Kapitalbesitzern ermögliche, einen positiven Zins zu verlangen, während in Abwesenheit eines derart hortfähigen Geldes die Kapitalbesitzer sich ohne positiven Zins zufrieden geben müßten, da die einzig mögliche Alternative, Vermögen in Sachgütern anzulegen, Kosten bedingen würde) konnte u. a. eingewendet werden, die hohe Produktivität der Kapitalverwendung löse einen Wettbewerb der Unternehmer um den begrenzten Fonds investierbarer Mittel aus und dieser Wettbewerb erzwinge einen Zins, ohne daß die Kapitalisten einen solchen forderten [510]).

Der Feststellung Keynes', die Liquiditätsprämie des Geldes bedinge einen hohen und starren Geldzinsfuß, während demgegenüber die Eigensätze aller sonstigen Vermögensbestände bei voller Ausnützung der wirtschaftlichen Gesamtkapazität stetig sinken würden, kann mit einem derartigen Argument nicht entgegengetreten werden: Keynes bestreitet ja damit, daß eine derart hohe Produktivität des Kapitals bestehe.

Man kann die Keynes'sche Theorie ebensowenig mit dem Hinweis darauf entkräften, daß, sofern bei einem gegebenen Stand des Gesamteinkommens eine bestimmte Sparneigung bestehe, die Höhe des Zinsfußes aber Investition in dem entsprechenden Ausmaß unterbinde, eben ein Teil der Gesamtersparnis gar nicht angelegt werden und damit nicht Zins tragen könnte. Es soll ja — nach Keynes' eigener Ueberzeugung — d e r Fortschritt der „Allgemeinen Theorie" sein, erkannt zu haben, daß nicht jeder Vermögensbesitzer auf verzinsliche Anlage bedacht sein müsse, vielmehr die Liquiditätsannehmlichkeit des Geldes das Bestreben auslöse, Geld als solches in der Kasse zu halten. Gegen die These Keynes' besagt ebensowenig etwas die Tatsache, daß doch faktisch Investitionen zu dem bestehenden Marktzinsfuß unternommen werden, daß also doch die Grenzproduktivität des Kapitals dem Geldzinsfuß gleichkomme, bzw. ihn sehr häufig übersteige. Denn der tatsächliche oder voraussichtliche Ertrag eines Vermögensbestandes ist eben nach dem Dogma Keynes' eine Folge der künstlichen Knapphaltung des Volumens aller Realkapitalbestände.

Keynes erachtet seine neue „Theorie des Kapitals" — wie man die Ausführungen Keynes' über die Eigenzinssätze der Waren und Vermögensbestände und ihr Verhältnis zum Geldsatz, nennen könnte — jedenfalls als „bewiesen" durch die Tatsache, daß es unfreiwillige Arbeitslosigkeit in beträchtlichem Ausmaß gibt.

508) a. a. O. S. 178 (unten), 179 (oben).

509) vgl. im 23. Kapitel der Allgemeinen Theorie, S. 298 ff. die Ehrenrettung, die Keynes den Gedankengängen Silvio Gesells angedeihen läßt. (S. 298, S. 300, S. 301).

510) vgl. Cassels Theoretische Sozialökonomik; S. 224—226.

Keynes argumentiert: unfreiwillige Arbeitslosigkeit ist ein Anzeichen dafür, daß die Produktion von Realkapital (genauer: die Reinvermehrung des Realkapitalbestandes) hinter ihrem potentiell möglichen Ausmaß zurückbleibt: potentielles Ausmaß der Reinvermehrung des gesamten Realkapitalbestandes ist eine „Rate der Anhäufung . . . . , die mit der Summe übereinstimmt, welche die Bevölkerung . . . . . in Zuständen der Vollbeschäftigung zu sparen bereit wäre . . ." [511]); da die Produktion zusätzlichen Realkapitals abhängt von dem Vergleich zwischen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Marktzinsfuß, kann eine unzulängliche Reinvermehrung des Realkapitals nur die Folge einer Divergenz zwischen Marktzinsfuß und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sein (d. h. einer Divergenz, die sich einstellen würde, wenn soviel Realkapital zusätzlich erstellt würde, als mit der Bereitschaft der Bevölkerung bei Vollbeschäftigung und dem der Vollbeschäftigung entsprechenden Gesamteinkommen zu sparen, vereinbar wäre). Jene Knapphaltung der Realkapitalien, die die Grenzproduktivität der zur Durchführung kommenden Investitionen auf die Höhe des Marktzinsfußes heben soll, ist aber gleichbedeutend mit unfreiwilliger Arbeitslosigkeit.

Eine sachliche Beurteilung der Keynes'schen Theorie des Kapitals scheint die Prüfung der Frage vorauszusetzen, ob und inwieweit tatsächlich die Grenzproduktivität des Kapitals eine Funktion der Menge der vorhandenen Realkapitalien ist, ob also die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals einer bestimmten Kapitalgüterart und die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen abnimmt mit jeder Neuerzeugung von zusätzlichem Realkapital, und zunimmt mit jeder Verminderung des vorhandenen Realkapitalbestandes.

Diese Frage soll im nächsten Kapitel aufgerollt werden.

Die ganze „sonderbare Güterzinstheorie" — wie sie W. A. Jöhr genannt hat [512]) — ist nichts weiter, als die Umschreibung der These, daß einerseits der Ertrag neu zu erzeugenden Realkapitals grundsätzlich eine Funktion der vorhandenen Menge Realkapitals ist, und andererseits der Geldsatz die potentielle Senkung der Grenzleistungsfähigkeit und mithin der Eigenzinssätze von Vermögens- bzw. Kapitalwerten nicht mitmacht, sondern starr bleibt.

IV. Kapitel: Die grundlegenden „Gesetze" der Keynes'schen Theorie.

1. Prüfung des „Gesetzes der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals".

Es sollen die grundlegenden Annahmen Keynes', unter denen der Zinsfuß zum Angelpunkt von Einkommen und Beschäftigung in der Laissez-faire-Wirtschaft wird, dargelegt und überprüft werden. Die eine dieser grundlegenden Annahmen ist, daß eine beträchtliche Sparneigung bestehe, die mit jeder Erhöhung des Einkommens überproportional wachse; im Interesse der „Aufrechterhaltung der wirksamen Nachfrage auf einem für die Schaf-

511) Keynes, a. a. O. S. 184.
512) W. A. Jöhr, a. a. O.

fung von Vollbeschäftigung genügend hohem Niveau“ [513]) wäre deshalb eine entsprechend beträchtliche Menge von Neuinvestition erforderlich; diese entsprechende Menge von Neuinvestition sei aber nicht vorhanden, da — und dies ist die zweite grundlegende Annahme Keynes' — nur bei einem geringeren Volumen der Neuinvestition die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals dem Zinsfuß gleichkommen könne: die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals habe die Tendenz, mit jeder Zunahme der Investitionen, zu sinken.

Es soll zunächst die letztere Prämisse Keynes' erörtert werden.

Keynes führt folgendes aus über die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals [514]) [515]): „Wenn die Investition in irgendeiner gegebenen Art Kapital während irgendeines Zeitabschnittes vermehrt wird, wird sich die Grenzleistungsfähigkeit jener Art Kapital mit der Zunahme der Investition verringern, teilweise weil sich das voraussichtliche Erträgnis mit der Zunahme jener Art Kapital verringern wird und teilweise weil ein Druck auf die Möglichkeiten der Erzeugung dieser Art Kapital in der Regel eine Zunahme seines Angebotspreises [516]) verursachen wird. Hierbei wird der zweite dieser Faktoren gewöhnlich der wichtigere in der Herstellung des kurzfristigen Gleichgewichtes sein; je länger aber der in Aussicht genommene Zeitabschnitt, desto mehr wird der erste Faktor die Stelle des zweiten einnehmen. Wir können somit für jede Art Kapital eine Tabelle aufbauen, die zeigt, wieviel die Investition in ihr innerhalb des Zeitabschnittes zunehmen muß, damit ihre Grenzleistungsfähigkeit auf einen gegebenen Zahlenwert falle. Wir können dann diese Tabelle für alle verschiedenen Arten von Kapital zusammenfassen und eine Tabelle schaffen, welche die Rate der Gesamtinvestition zu der entsprechenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen in Beziehung bringt, die jene Investitionsrate festsetzen wird. Wir werden diese die Nachfragetabelle der Investition nennen oder auch die Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals.

Es ist nun offensichtlich, daß die tatsächliche Rate der laufenden Investition bis auf den Punkt getrieben wird, auf dem es keine Klasse von Kapitalwerten mehr gibt, deren Grenzleistungsfähigkeit den laufenden Zinsfuß übersteigt. Mit anderen Worten, die Investitionsrate wird auf den Punkt in der Nachfragetabelle der Investition getrieben, auf dem die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im allgemeinen gleich dem Marktzinsfuß ist“ [517]) [518]).

Aus dieser postulierten Abhängigkeit der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals von dem Volumen des vorhandenen Realkapitalbestandes folgert Keynes weiter: „. . . . von zwei gleichen Gemeinwesen mit der glei-

513) Diese Formulierung gibt Keynes a. a. O. S. 171, vorletzter Absatz, 1. Satz.

514) Wie schon im vorhergehenden Kapitel erwähnt, definiert Keynes die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals als das „Verhältnis zwischen dem voraussichtlichen Erträgnis eines Kapitalwertes und seinen Ersatzkosten“ (a. a. O. S. 114 (letzter Absatz)).

515) vgl. folgende kritische Bemerkung A. Amonns (a. a. O. Fortsetzung, S. 145) zu der Keynes'schen Terminologie in diesem Zusammenhang: „Investieren heißt also . . . neue Kapitalgüter kaufen und produzieren . . . . . Keynes unterläßt es, den Begriff der Investition zu definieren, . . . , aber aus dem Zusammenhang geht klar hervor, was er damit meint . . . . . „Investition“ ist also in letzter Linie ein Vorgang in der Sphäre der Produktion und nicht ein Vorgang auf dem Markte.“ (Sperrung bei A. A.).

516) „Angebotspreis“ der Investition bedeutet bei Keynes die Reproduktionskosten der Investition; vgl. Keynes, a. a. O. S. 114, letzter Absatz.

517) Keynes, a. a. O. S. 115, 1. und 2. Absatz.

518) Aus der angeführten Stelle geht hervor, daß Keynes, genau wie die alte klassische Theorie von allen jenen Momenten, die in der wirklichen Wirtschaft einen Ausgleich der Grenz-

chen Technik, aber mit verschiedenen Beständen an Kapital" wird „das Gemeinwesen mit dem kleineren Bestand an Kapital sich vorübergehend einer höheren Lebenshaltung erfreuen . . . ., als das Gemeinwesen mit dem größeren Bestand; obschon, nachdem das ärmere Gemeinwesen das reichere eingeholt hat . . . . ., beide miteinander das Schicksal des Midas erleiden werden"[519]); denn: eine Gesellschaft kann „so gut mit Kapital ausgerüstet" sein, „daß dessen Grenzleistungsfähigkeit Null ist und mit jeder zusätzlichen Investition negativ würde"[520]); „ . . . in einem reichen Gemeinwesen . . . . . . bieten . . . , wegen der bereits größeren Kapitalansammlung, die Gelegenheiten für weitere Investition weniger Reiz . . . ."[521]).

Keynes' Aussage, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nehme ab mit der Zunahme des Realkapitalbestandes, scheint grundsätzlich übereinzustimmen mit der „klassischen" Aussage, die Mehrergiebigkeit des Kapitals werde ceteris paribus geringer mit der Zunahme des Realkapitalbestandes[522])[523]), mit der Modifikation, daß Keynes nicht, wie die klassische Theorie, auf den tatsächlichen, laufenden Ertrag des Kapitals abstellt, sondern auf den voraussichtlichen, *erwarteten* Ertrag[524]), und mit der weiteren Modifikation, daß die klassische Aussage gemacht wurde unter der Klausel ceteris paribus, während Keynes seine Aussage nicht derartig einschränkt.

An diesen letzteren Umstand knüpft die Kritik Ad. Webers an dem Gesetz der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals an: die Keynes'sche These sei eine unzulässige Uebertragung von aus einer Modellwirtschaft ab-

erträge verhindern, abstrahiert, also z. B. von der Tatsache der unvollkommenen Konkurrenz, irgendwelcher monopolistischer Beschränkungen der Produktion, von der Tatsache der Festlegung des Kapitals, die ein beliebiges „Herausziehen" verhindert; weiter von der Tatsache einmaliger, nicht ersetzbarer Unternehmerqualitäten, usw. usw. Bei der folgenden Darstellung und Kritik des Keynes'schen Gesetzes von der sinkenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals wird ebenso von allen jenen Momenten abstrahiert werden.

519) Keynes, a. a. O. S. 183/184.

520) a. a. O. S. 182 (1. Absatz).

521) a. a. O. S. 27 (oben).

522) Die Vorstellung, daß die Produktivität des Kapitals abnehme mit der Zunahme des Realkapitalbestandes ceteris paribus, d. h. unter der Voraussetzung der Konstanz der Daten des Systems, d. h. der Bevölkerungsmenge und -struktur, der gesamtheitlichen Bedarfsstruktur, des Geschmackes, der technischen Kenntnisse usw. usw., findet sich schon bei Böhm-Bawerk: die Mehrergiebigkeit der Produktionsumwege werde ceteris paribus geringer, je weiter die Verlängerung der Produktionsumwege fortschreite, je „kapitalintensiver" die Produktion werde, also eine je größere Quote der insgesamt in einer Wirtschaft aufgewendeten Arbeit indirekt, d. h. nicht direkt zur Herstellung von Konsumgütern, sondern zur Herstellung von Zwischenprodukten — Vorprodukten und produzierten Produktionsmitteln (— Realkapital) eingesetzt werde; vgl. E. v. Böhm-Bawerk: Positive Theorie des Kapitals, 4. Auflage, Innsbruck 1921, S. 404/405.

Daß die Produktivität des Kapitals ceteris paribus abnehme mit der Zunahme des Realkapitalbestandes, ist seither eine unbestrittene These der Kapitalstheorie; sie findet sich bei F. A. v. Hayek, z. B. in der schon angeführten Abhandlung Utility Analysis and Interest, S. 57; in den kapitaltheoretischen Untersuchungen W. Euckens, S. 68/69.

523) Ueber die annäherungsweise Uebereinstimmung der Keynes'schen These von der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und der klassischen These von der abnehmenden Grenzproduktivität des Kapitals vgl. die folgende Bemerkung eines Keynes-Kritikers (C. Landauer: A. Break in Keynes' Theory of Interest, in: American Economic Review, Vol. XXVII, No. 2, S. 260—266; S. 261): „In contradistinction to the novelty of Keynes- ideas about the supply side of the capital market, his ideas about the demand side do not differ widely from the traditional opinion. He sees the demand for loanable funds governed by the "schedule of the marginal efficiency of capital" . . . . Its meaning . . . .' is not fundamentally different from the sense in which other authors use similar terms."

524) vgl. Keynes, a. a. O. S. 117, letzter Absatz; Keynes hat in dem Abstellen auf den *erwarteten* Ertrag Vorgänger, z. B. G. Myrdal (Der Gleichgewichtsbegriff . . . ., a. a. O. S. 384/385 und S. 394 ff.).

geleiteten, an sich richtigen theoretischen Resultaten auf die Wirklichkeit: „. . . . das Gleichbleiben der Bedürfnisse, der Technik, der Bevölkerungsbewegung durfte Keynes in seiner „Modellwirtschaft“ gewiß annehmen; aber wenn er dann, ohne diese Annahme an der Wirklichkeit zu berichtigen, von seiner Theorie ohne weiteres den Sprung in die Praxis macht, dann begeht er einen ähnlichen Fehler, wie die Manchester-Leute, die die volkswirtschaftliche Theorie der klassischen Nationalökonomie nicht als Hilfsmittel benutzten, um sich in dem Tohuwabohu der volkswirtschaftlichen Geschehnisse zurechtzufinden, sondern als ein unmittelbar anwendbares Rezept für die Gestaltung der Volkswirtschaftspolitik“ [525]).

Jedoch dürfte eine derartige Kritik, Keynes habe einfach vergessen, daß in der Wirklichkeit, im Gegensatz zu einem abstrakten Modellfall, dynamische Faktoren, Veränderungen der Bedürfnisse, der technischen Kenntnisse, Erfindungen, Wachstum der Bevölkerung usw., das tendenzielle Sinken der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, bzw. der Grenzproduktivität, stets suspendieren, der Allgemeinen Theorie nicht gerecht werden. Wenn Keynes z. B. sagt: „Während des neunzehnten Jahrhunderts scheint die Zunahme der Bevölkerung und der Erfindungen, die Erschließung neuen Landes, der Zustand des Vertrauens und die Häufigkeit von Kriegen über den Durchschnitt (sagen wir) jedes Jahrzehntes genügend gewesen zu sein, um zusammen mit dem Hang zum Verbrauch eine Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals aufzustellen, die zuließ, daß ein ziemlich befriedigendes Durchschnittsniveau der Beschäftigung mit einem Zinsfuß vereinbar war, genügend hoch, um den Vermögensbesitzern psychologisch annehmbar zu sein“; „Heute und wahrscheinlich auch für die Zukunft ist die Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitales aus verschiedenen Gründen viel niedriger als im neunzehnten Jahrhundert“ [526]); oder: „. . . . . nichts als der Ueberschwang des größten Zeitalters der Veranlassung zur Investition hätte es möglich machen können, die theoretische Möglichkeit dieser Unzulänglichkeit (ergänze: der Veranlassung zur Investition, D. V.) aus den Augen zu verlieren“ [527]); oder: „Ich bin überzeugt, daß die Nachfrage nach Kapital streng begrenzt ist, in dem Sinne, daß es nicht schwierig wäre, den Bestand an Kapital bis auf einen Punkt zu vermehren, auf dem seine Grenzleistungsfähigkeit auf einen sehr niedrigen Stand gefallen wäre“ [528]) — steckt darin implicite die Behauptung, jene dynamischen Faktoren, „Zunahme der Bevölkerung, und der Erfindungen, die Erschließung neuen Landes“, die im 19. Jahrhundert das Absinken der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals hinausschoben, seien heute in geringerer Zahl und geringerer Stärke vorhanden und das Vorliegen solcher dynamischen Momente in beträchtlichem Umfang und erheblicher Stärke sei als ein Ausnahmefall zu betrachten [529]).

Das Keynes'sche Gesetz der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals enthält also eine Aussage über Sachverhalte der Wirklichkeit; es

---

525) Ad. Weber: Der neue Keynes, a. a. O. S. 283.

526) Keynes, a. a. O. S. 260, 2. Absatz, S. 261, 2. Absatz; vgl. im englischen Original S. 307, Absatz 3 und S. 308, Absatz 2.

527) Keynes, a. a. O. S. 298; vgl. im englischen Original S. 353, 2. Absatz.

528) a. a. O. S. 317; vgl. im Original S. 375, 3. Abs.

529) Die Feststellung Keynes', die merkantilistische Wirtschaftspolitik habe darauf hingezielt, die Unzulänglichkeit der Veranlassung zur Investition zu beseitigen (Keynes, a. a. O. S. 290 ff.) und die weitere Feststellung, die kanonische Zinsfeindschaft sei von dem Gedanken geleitet ge-

ist ein formallogischer Mangel, daß Keynes verabsäumt, ausdrücklich hervorzuheben, daß seiner Aussage, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sei faktisch eine Funktion der Kapitalgütermenge, als Voraussetzung zugrundeliegt die Behauptung von der aktuellen Unzulänglichkeit der dynamischen Faktoren[530]). Ob diese Ansicht Keynes' sachlich zutreffend ist, sei zunächst dahingestellt.

Wir fragen uns zunächst: gibt es ein Gesetz der ceteris paribus, d. h. unter der Voraussetzung einer Konstanz der Daten, mit der Zunahme des Realkapitalbestandes abnehmenden Ertragsquote neuen Realkapitals? Keynes scheint anzunehmen, daß ein die Kosten übersteigender Ertrag des Realkapitals, also ein „Kapitalzins", die Folge einer Knappheit des Realkapitals ist: „ . . der einzige Grund, warum ein Vermögenswert eine Aussicht bietet, während seines Bestandes Dienste von einem größeren Gesamtwert als dem ursprünglichen Angebotspreis zu leisten, ist seine Knappheit; . . . . Wird das Kapital weniger knapp, so vermindert sich das überschüssige Erträgnis, ohne daß es — wenigstens im stofflichen Sinn — weniger produktiv geworden ist"[531]); die gleiche Ansicht verrät die weitere Feststellung Keynes', daß „ein richtig geleitetes, mit modernen technischen Hilfsmitteln ausgerüstetes Gemeinwesen, dessen Bevölkerung nicht sehr rasch zunimmt, in der Lage sein sollte, innerhalb einer einzigen Generation die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals im Gleichgewicht auf ungefähr Null herunterzubringen, so daß wir die Zustände eines quasi-stationären Gemeinwesens erreicht haben würden, in dem Aenderungen und Fortschritt sich nur aus Aenderungen in der Technik, im Geschmack, in der Bevölkerung und in den Institutionen ergeben würden, wobei die Erzeugnisse von Kapital zu einem der in ihnen verkörperten Arbeit usw. entsprechenden Preis

wesen, den Zinsfuß im Verhältnis zur Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals niedrig zu halten (a. a. O. S. 297), interpretiert in anachronistischer Weise Probleme der modernen liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft in Zeiten hinein, in denen mangels einer völlig ausgebildeten geldlichen Verkehrswirtschaft derartige Probleme gar nicht akut werden konnten. Vgl. die Kritik dieser Anachronismen bei P. Bauer: Die Allgemeine Theorie von Keynes und ihrer Kritiker, S. 106 (6.).

530) Daß Keyness keinen exakten, geschlossenen Beweis führt, warum die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals abnehmen müsse mit der Zunahme des Realkapitalbestandes, betont J. R. Hicks (Mr. Keynes' Theory of Employment, S. 251): „It is an unfortunate thing that Mr. Keynes' own investigations into the reasons for the diminishing marginal efficiency of capital are not nearly as thorough as one would desire. It is evident that he considers himself absolved from any detailed investigation, because he regards the principle as established from the fact that trade booms collapse."

J. R. Hicks interpretiert das Keynes'sche Gesetz der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in dem gleichen Sinne, in dem es oben interpretiert wurde; vgl. folgende Aeußerungen J. R. Hicks': „On what does the marginal efficiency of capital depend? After marking its dependence upon the expected trend of prices (for this is of course the way long-term expectations come in), and upon risk, Mr. Keynes turns to concentrate attention mainly upon a third factor — the actual amount of capital goods already possessed by the community. ***Other things equal, the marginal efficiency of capital will be lower, the greater the amount of capital goods already possessed.*** (Kursiv bei Hicks!) S. 249.) „Why must we assume that the marginal efficiency of capital declines, as the quantity of physical capital possessed by a community increases? What are the sorts of ceteris paribus which have to be marked off in order that we should be sure of this result? . . . . The most helpful passage I have been able to find is that in which Mr. Keynes lists the factors which kept up the marginal efficiency of capital in the nineteenth century." (Hicks, S. 251; Kursiv bei Hicks! Anschließend zitiert Hicks die gleiche Stelle, die oben zitiert wurde.)

531) Keynes, a. a. O. S. 178 (unten), 179 (oben); im Original S. 213 (II. 1. Absatz).

verkauft[532]) werden würden, nach genau den gleichen Grundsätzen, nach denen die Preise von Verbrauchsgütern bestimmt werden, in die Kapitalkosten nur in einem unbeträchtlichen Grade eingehen"[533]).

Wenn und soweit Keynes glaubt, ein Mehrertrag der Realkapitalgüter sei eine Folge ihrer Knappheit[534])[535]), kann gegen die Allgemeine Theorie folgende kritische Einwendung erhoben werden.

Setzen wir das Modell einer völlig geschlossenen, mit Realkapital in erheblichem Umfang arbeitenden, aber völlig synchronisierten Produktion[536]), unter Abstraktion von allen Kategorien abgeleiteter Einkommen und unter Abstraktion von jeglicher Staats- und Finanzwirtschaft; in dieser Wirtschaft werde das ganze Einkommen jeweils konsumiert[537]). Ex hypothesi muß in diesem Modellfall die Gesamtheit der, auf allen Stufen der Produktion gezahlten geldlichen Produktionskosten gleich dem gesamten geldlichen Einkommen sein und damit, wenn der Fall einer Aufzehrung alten Vermögens ausgeschlossen wird, die geldlichen Produktionskosten der insgesamt konsumreif werdenden und auf den Markt kommenden Produkte gleich dem geldlichen Gesamterlös der Gesamtproduktion: die Gesamtheit der geldlichen Produktionskosten ist gleich der Gesamtheit der geldlichen Erlöse.

Diese Uebereinstimmung zwischen gesamten geldlichen Produktionskosten und gesamten geldlichen Einkommen scheint es unmöglich zu machen, daß alle Realkapital verwendenden Unternehmer einen die Produktionskosten übersteigenden Erlös erzielen: einem Ueberschuß des Erlöses über die Produktionskosten bei einem Unternehmer müßte ein Zurückbleiben des Erlöses hinter den Produktionskosten bei anderen Unternehmern entsprechen, so daß die Summe der individuellen Differenzen zwischen Kosten und Erlösen Null ergäbe.

Die notwendige Uebereinstimmung zwischen Gesamtheit der Produktionskosten, Gesamtheit der Einkommen und Gesamtheit der Erlöse zeigt, daß eine Steigerung der Produktivität des Kapitals, der Uebergang zu kapitalistischeren, d. h. kapitalintensiveren Methoden der Produktion niemals an sich einen Ueberschuß der gesamten Erlöse über die gesamten Kosten ergeben kann: der Uebergang zu kapitalintensiveren Methoden der Produktion, der mit einer Freisetzung von Arbeitskräften, die nicht kompensiert wird, verbunden ist, vermindert die gesamten Produktionskosten und damit auch die insgesamt nachfragefähigen Einkommen, d. h. die gesamten Erlöse. Der Uebergang zu kapitalintensiveren, d. h. rationelleren, weil Kosten senkenden

532) Sperrung vom Verfasser!

533) Keynes, a. a. O. S. 184/185; im Original S. 220/221.

534) vgl. die Ausführungen des vorigen Kapitels (3. Abschnitt!). Die „Knappheit" des Realkapitals, die Keynes als ursächlich für ein die Kosten übersteigendes Erträgnis des Realkapitals erachtet, ist nach Keynes eine „künstliche" Knapphaltung: vgl. Keynes, a. a. O. S. 178/179: Realkapital „wird knapp gehalten" (im Original: „. . . . it is kept scarce . . . ." S. 213 (II).

535) vgl. Fußnote 530.

536) Synchronisierte Produktion im Sinne J. B. Clarks; eine Darstellung, wie das Modell der sog. synchronisierten, kapitalistischen Produktion zu denken sei, findet sich bei F. Homann: Das „Sparen" als ein Grundproblem der Theorie der kapitalistischen Wirtschaft. Jena 1927; vgl. S. 27/28 et passim.

537) Unter dieser Voraussetzung muß die gesamte Produktion in immer den gleichen Bahnen fortlaufen: es werden nur immer soviel Vorprodukte und produzierte Produktionsmittel erzeugt, als in der laufenden Konsumgüteproduktion „vernutzt" werden, d. h. als wertmäßig im Endprodukt enthalten sind.

Produktionsmethoden kann immer nur dem einen Unternehmer einen Sondervorteil auf Kosten des Verlustes anderer Unternehmer, die nicht entsprechend rationalisiert haben, verschaffen, also ein „Pioniereinkommen“, einen „Differentialgewinn“, der wieder verschwinden würde, sobald die entsprechende Konkurrenz einsetzt und der überhaupt nicht entstehen würde, wenn die Gesamtheit der Unternehmer in gleichem Schritt rationalisieren würde.

Ein die Kosten übersteigender Mehrertrag des Realkapitals an sich kann aus der Produktivität des Kapitals nicht abgeleitet werden.

In der stationären Wirtschaft kann ein „Kapitalzins“ aller Unternehmer, d. h. ein „Profit“ nur folgendermaßen vorgestellt werden: alle Unternehmer, die ihre Produktion an eine nachfolgende Produktionsstufe verkaufen, rechnen in den Preis die Verzinsung ihres investierten Kapitals ein: zunächst zahlt jeder Unternehmer seinem Vorunternehmer dessen „Profit“. Die Unternehmer, die ihre Produktion an die Schicht der Konsumenten absetzen und der Gesamtheit aller Vor-Unternehmer den „Profit“ zahlen müssen, sehen sich einer gesamten Nachfrage gegenüber, die (unter der Voraussetzung, daß keine positive Ersparnis vorliegt) so groß ist, wie die Summe der auf allen Stufen der Produktion an die Produktionsfaktoren gezahlten geldlichen Entschädigungen und die Summe der Profite der Vorunternehmer, d. h. so groß, wie die Gesamtheit aller Kosten, die in der konsum-nächsten Produktion entstanden sind. Ein „Profit“ der Konsumunternehmer kann nur entstehen, wenn jeder einzelne von ihnen aus seinem geldlichen Erlös eine bestimmte Quote als Verzinsung seines Kapitals abgrenzt und mit dieser Quote Konsumgüter bei den anderen Konsumunternehmern nachfragt: wenn alle in der gleichen Weise handeln, ist am Ende dieses Prozesses jeder einzelne im Besitz der geldlichen Reproduktionskosten und jeder einzelne hat einen „Profit“ realisiert“: die Summe der Erlöse, die die Gesamtheit dieser Unternehmer bezogen hat, übersteigt die Gesamtheit der geldlichen Kosten gerade um den Profit der Gesamtheit dieser Unternehmer: erst dadurch, daß ein „Profit“ berechnet und realisiert wurde, übersteigt die gesamte Nachfrage nach Konsumgütern und damit der gesamte Erlös die Summe der geldlichen Produktionskosten [538]).

Unter der Voraussetzung, daß nicht die Verzinsung des Eigenkapitals, sondern die Verzinsung von Fremdkapital erwirtschaftet werden muß, müßte die Sachlage derart vorgestellt werden, daß die betreffenden Konsumunternehmer aus ihrem Erlös zunächst die Verzinsung des Kapitals an den Kapitalisten zahlen, hierdurch zusätzliche Nachfrage nach Konsumgütern entsteht und dadurch der insgesamt erzielte Erlös Kosten und Zinsen deckt [539]).

538) Die Unternehmer der konsumnächsten Stufe müßten also, genau wie die Unternehmer der konsumferneren Stufen, den Preis der Einheit an Konsumgütern höher festsetzen,, als in der Einheit Kosten aller Art enthalten sind: das gesamte geldliche Einkommen, das den gesamten Produktionskosten entspricht, wäre damit nicht hinreichend, um die gesamte Produktion an Konsumgütern zu kaufen: erst dadurch, daß die gesamten Kapitalzinsen auf jeder Stufe der Produktion Konsumgüter nachfragen, kann die Gesamtheit der Konsumgüter abgesetzt werden, und die Gesamtheit der Unternehmer der konsum-nächsten Stufe Kapitalzins erzielen. „Arbeitslose Einkommen“ partizipieren an dem insgesamt erarbeiteten Nettoprodukt.

539) Die Problemstellung, wie angesichts der Uebereinstimmung von Kosten (aller Art) und Einkommen, bzw. Nachfrage nach Konsumgütern, ein die Kosten übersteigender Ertrag der Gesamtheit aller Unternehmer entstehen kann, bildet den theoretischen Kern der „Ausbeutungstheorie“ des Zinses; vgl. K. Marx: Das Kapital. Band 1—3; 2.—4. Auflage, 1890. Eine deutliche Herausschälung dieses theoretischen Kernes der Ausbeutungstheorie — der insoweit nichts zu tun hat mit marxistischer Ideologie — findet sich bei H. Marzell: Das Kapitalzinsproblem im Lichte des Kreislaufes der Waren und des Geldes. Jena 1927.

Unter den angenommenen Voraussetzungen können Kapitalgüter nur deshalb einen die Kosten übersteigenden Ertrag abwerfen, weil schon ein „Zins" besteht, entweder ein Leihzins oder eine Art stillschweigender Uebereinkunft aller Unternehmer, eine Verzinsung ihres Kapitals aufzurechnen [540]).

Lassen wir die Voraussetzungen einer gesamtheitlichen Null-Ersparnis fallen und nehmen wir an, es werde, entweder von Unternehmer oder von Nur-Konsumenten, positiv gespart und eben in Höhe dieser Ersparnis investiert, d. h. zusätzliches Realkapital, d. h. Realkapital in größerem Umfang, als dem laufenden Ersatz des in der Produktion vernutzten Realkapitals entspräche, erzeugt: unter der Voraussetzung, daß in der oben aufgezeigten Weise Profit berechnet und Leihzins gezahlt wird, muß, wenn rein schematisch der Kreislauf des Geldes verfolgt wird, die Gesamtheit des alten und neuen Realkapitals [541]) einen Ertrag abwerfen, der die Gesamtheit der Kosten übersteigt gerade um den Zins, der berechnet und gezahlt wird. Und zwar unbekümmert um die Höhe der Grenzergiebigkeit des neuen Realkapitals.

Der „Kapitalzins" der Wirklichkeit dürfte ein derartiges Profitelement enthalten: die Konkurrenz dürfte diesen „Kapitalzins" deswegen nicht vernichten, weil grundsätzlich jeder Unternehmer Kapitalzins in Höhe mindestens des Marktzinses herauswirtschaften will und die kreislauftechnische Voraussetzung, dafür, daß gründsätzlich die Gesamtheit aller Unternehmer eine Verzinsung des (Eigen- oder Fremd-)Kapitals erzielen kann, wäre die Tatsache, daß die gesamten, berechneten oder gezahlten Zinsen nachfragendes Einkommen darstellen, Konsum- oder Produktivgüter nachfragen und hiermit Bestandteil der Unternehmererlöse werden. Die Preisforderungen der Unternehmer der konsumferneren Stufen für ihre Produkte enthalten grundsätzlich sämtlich einen Aufschlag in Höhe der Kapitalzinsen und die Unternehmer, die ihre Produktion an den letzten Konsumenten absetzen, ersetzen den Unternehmern der Vorstufen diese Kapitalzinsen: diese Kapitalzinsen wiederum sind nachfragefähiges Einkommen (beim Unternehmer oder beim Kapitalisten) und können Konsumgüter oder Produktivgüter nachfragen. Die Preisforderung der Unternehmer der konsumnächsten Stufen weist gleichfalls grundsätzlich einen Aufschlag über ihre Kosten auf und der kontinuierliche Charakter der arbeitsteiligen, gesellschaftlichen Wirtschaft schafft grundsätzlich die Möglichkeit, daß der Profit des einen am Zustandekommen des Erlöses und des Profits des anderen beteiligt ist, und derart wechselseitig die Profite einander bedingen.

Der Profit der wirklichen Wirtschaft ist eine komplexe Größe, zusammengesetzt aus dem oben aufgezeigten Element, Differentialgewinnen [542]) und

540) vgl. die Feststellung H. Peters (in: Grundprobleme der theoretischen Nationalökonomie. Wert, Preis, Profit. Stuttgart 1933; § 2, S. 103 ff.), daß nur die „Monopoltheorien des Profits" den Ursprung eines statischen Profites erklären können, während alle „statischen" Produktivitätstheorien, einschließlich der Agio-Theorie Böhm-Bawerks, nur Differentialgewinne erklären können, die nur solange bestehen, „bis sich der neue Gleichgewichtszustand eingespielt hat". S. 106, (vorletzter Absatz).

541) D. h. die Summe der Abweichungen der in jeder einzelnen Unternehmung erzielten Profite von „dem" Kapital- oder Leihzins müßte Null ergeben. Das neue Realkapital könnte auf Kosten des alten Realkapitals einen „Differentialgewinn" erzielen.

542) J. Schumpeter erklärt bekanntlich das gesamte Phänomen des „Profites" aus solchen Differentialgewinnen, die durch ständige Steigerungen der Produktivität fortlaufend auftreten sollen. Vgl. folgende Wiedergabe der Anschauung J. Schumpeters bei H. Peter (a. a. O. S. 107 (unten), 108 (oben): „Wenn trotzdem aus diesen Differentialgewinnen ein dauernder Vermögens-

unter Umständen einer „Expansionsquote“ [543]), die dadurch entstehen kann, daß die Wirtschaft durch zusätzliche Investitionen [544]) in ihrem Volumen ausgedehnt wird, neue Einkommen zunächst aus Investition, bzw. zusätzlicher Investition entstehen, und auf Grund dieser Tatsache die Nachfrage nach Konsumgütern, von hier aus die Nachfrage nach Produktivgütern das Angebot an den betreffenden Gütern übersteigt [545]).

Die eben angestellte Ueberlegung bezüglich des Ursprunges eines Profits im Wirtschaftskreislauf erweist die Ansicht Keynes'. eine (allerdings „künstlich“ hervorgerufene) Knappheit des Realkapitalbestandes sei Ursache eines die Kosten übersteigenden Ertrages des Realkapitals, als unrichtig. Nicht die Knappheit des Realkapitals an sich (sei es eine „echte“ Knappheit, wie sie z. B. Cassel annimmt [546]), sei es eine „Knapphaltung“, wie sie Keynes annimmt) kann einen die Kosten übersteigenden Ertrag des Realkapitals hervorbringen: ein „Reinertrag“ des Realkapitals an sich kann (wenn von Differentialgewinnen und von der „Expansionsquote“ abgesehen wird) immer nur dadurch zustandekommen, daß in der Wirtschaft schon ein Leihzins besteht oder alle Unternehmer, gemäß einer Uebereinkunft Profite aufrechnen und realisieren [547]). Ebensowenig kann das Aufhören der Knappheit des Realkapitals an sich den „Reinertrag“ des Realkapitals eliminieren: eine Fülle des Realkapitalbestandes an sich wäre noch kein Grund dafür, daß „die Erzeugnisse von Kapital zu einem der in ihnen verkörperten Arbeit usw. entsprechenden Preis verkauft“ [548]) werden müßten.

gewinn fließen kann, so muß das besonders gezeigt werden. Schumpeter versucht es in seiner Profittheorie. Er weist auf die Tatsache hin, daß solche Kostensenkungen durch Produktivitätssteigerung in der fortschreitenden Witschaft nicht nur gelegentlich, sondern ständig vorkommen. Der einzelne Differentialgewinn verschwindet zwar mehr oder weniger schnell wieder, aber er wird durch einen neuen in dieser oder in einer anderen Branche abgelöst.“

543) Diesen Terminus für den fraglichen Sachverhalt prägt W. A. Jöhr in seinen kritischen Bemerkungen zur Keynes'schen Theorie. Vgl. folgende Ausführungen Jöhrs (a. a. O. S. 659 ff.): es gebe — so sagt J. — „eine Expansionsquote (ergänze: des Zinses, D. V.), welche die Existenz einer sich vergrößernden Volkswirtschaft zur Voraussetzung hat. Diese Expansionsquote beruht darauf, daß die Vergrößerung der Produktion nur auf Grund eines zusätzlichen Geldstromes, der sich durch Bezahlung der Löhne an die neu eingestellten Arbeitskräfte in einen zusätzlichen Einkommensstrom verwandelt, möglich ist. Da diesem zusätzlichen Einkommensstrom die von seinen Beziehern produzierten Güter auf dem Warenmarkte noch nicht gegenüberstehen, weil jede Produktion Zeit braucht, ist in einer kontinuierlich sich vergrößernden Volkswirtschaft bei stabilen Spargewohnheiten allein wegen der Progression Jahr für Jahr die gesamte Nachfrage größer als die Summe der Kosten; es entstehen regelmäßig Ueberschüsse . . . . Der Bestandteil des Zinses, der aus diesen zusätzlichen Einkommensströmen einer sich vergrößernden Volkswirtschaft gespeist wird, bildet die Expansionsquote.“

544) Es muß bei zusätzlicher Investition nicht bloß an die zusätzliche Geldschöpfung gedacht werden, sondern vielmehr auch an alle „normalen“ Elastizitäten des Kreditapparates, an die Beschleunigung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes durch Mobilisierung bisher ruhender Kassenreserven usw. usw.

545) Eine derartige Tatsachenkonstellation ist bekanntlich Bedingung für die „windfall profits“ der Konsumunternehmer (Keynes, Vom Gelde, S. 124 ff.).

546) „Eine Knappheit der Kapitaldisposition hat immer bestanden und den Zins notwendig gemacht“ (G. Cassel: Theoretische Sozialökonomik, S. 229). H. Peter hat nachgewiesen (Grundprobleme . . . ., S. 97/98), daß die Cassel'sche Theorie der Knappheit letzten Endes nicht den Profit erklärt, sondern Differentialgewinne, weshalb die Cassel'sche Zinserklärung letzten Endes im Prinzip das Gleiche ist, wie die von Schumpeter.

547) Voraussetzung für jede „monopolistische“ Erklärung des Profits ist allerdings die Tatsache einer ungleichmäßigen Verteilung des Besitzes: Besitzende müssen Besitzlosen gegenüberstehen, oder zum mindesten müssen weitgehende Differenzen in der Besitzverteilung ursprünglich gegeben sein; Voraussetzung ist weiterhin die Tatsache, daß die Produktion erhebliche Kapitalinvestitionen erfordert, also kapitalistisch ist: denn bei einer Produktionsstruktur, die nur „direkte“ Arbeit kennt, würde ein Monopol bald gebrochen.

548) Keynes, a. a. O. S. 185 (oben).

Diese Erkenntnisse führen zu einer Kritik der Keynes'schen Theorie der „Eigenzinssätze“ [549]): Wenn Keynes jedem Vermögensbestand, d. h. jedem Realkapital, einen positiven oder negativen Eigenzinssatz, d. h. einen positiven oder negativen Reinertrag, zuschreibt, der zunächst vollkommen unabhängig vom Leihzinsfuß sein und sich lediglich nach der jeweiligen Produktivität bestimmen soll, so enthält diese Aussage einen Irrtum insofern, als die Produktivität an sich völlig unerheblich ist für den Reinertrag „des“ Realkapitals und lediglich Bedeutung hat für Differentialgewinne. Der Durchschnitt der „Eigenzinssätze“ aller Realkapitalwerte braucht durchaus nicht — wie Keynes glaubt — zu sinken mit der Zunahme der Produktion: mit der Zunahme der Produktion der verschiedenen Realkapitalbestände können Verschiebungen in den Differentialgewinnen auftreten oder es kann, mit der progressiven Zunahme der Produktion, eine bestehende „Expansionsquote“ sich verringern und mit Erreichung der Vollbeschäftigung notwendig aufhören.

Die Tatsache, daß sämtliche Zinsen — Kapitalzins und Leihzins —, sofern sie konsumiert oder investiert werden, nachfragendes Einkommen und damit Bestandteil des Erlöses sind, veranlaßte C. Föhl, die Abhängigkeit der Realkapitalbildung, bzw. der Investition, vom Zinsfuß in Zweifel zu ziehen. „Zunächst scheint aus unserer Kreislaufbetrachtung hervorzugehen, daß die Funktion des Zinses als eines Begrenzers der Nachfrage nach Produktionsfaktoren überhaupt illusorisch ist, da die Zinsen, ebenso wie die Löhne, nicht nur in den Kosten, sondern auch in den Erlösen der Unternehmer erscheinen und damit den Unternehmergewinn gar nicht schmälern“ [550]). „Solange die Zinsen ausgegeben werden, erscheinen sie genau so wie die Löhne auch in den Erlösen der abgesetzten Güter. So hoch wir die Zinsen auch ansetzen mögen, auf den Unternehmergewinn ist das ohne Einfluß“. „Selbst wenn die Unternehmer in Unkenntnis dieser Zusammenhänge annehmen würden, daß eine Zinssenkung nur eine Senkung der Kosten und nicht auch eine Senkung der Erlöse bedeuten würde, müßte nicht dieser Rechenfehler bald darauf durch die Erfahrung korrigiert werden . . . .?“ [551]) „Cassels Annahme, daß beim Wegfall des Zinses „eine unbegrenzte Menge von Produktionskräften der Herstellung von sehr dauerhaften Anlagen gewidmet werden könnte,“ setzt offenbar voraus, daß die Darlehen unkündbar gegeben werden, so daß die Schuldner sich nicht nur über die Verzinsung, sondern auch über die Rückzahlung nicht den Kopf zu zerbrechen brauchten. Sieht man aber von dieser zusätzlichen Annahme ab, so bleibt dem Schuldner auch bei der Zinshöhe Null immer noch die Verpflichtung, die ihm übertragenen Mittel so zu verwenden, daß die bei Veräußerung der erzeugten Güter oder der Nutzleistungen erzielbaren Erlöse mindestens die Kosten decken, so daß er gegebenen Falles in der Lage ist, seine Schulden aus den Erlösen zurückzuzahlen“ [552]). Keynes habe — so argumentiert der angeführte Autor weiter — übersehen, daß das Gleiche, was nach der Allgemeinen Theorie für die (Nominal-) Lohnsenkung gelten soll, auch für die Frage der Zinssenkung Gültigkeit habe: sowohl (Nomi-

549) vgl. dazu das vorige Kapitel, insbesondere den letzten Abschnitt.
550) C. Föhl: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf, S. 216.
551) a. a. O. S. 217.
552) a. a. O. S. 265.

nal-) Lohnsenkung als auch Zinssenkung müßten ceteris paribus die gesamten Unternehmererlöse vermindern[553].

An diesen Feststellungen ist richtig, daß mit der Senkung des Marktzinsfußes der *gesamte* Ertrag allen investierten Kapitals entsprechend niedriger werden müßte, daß bei Wegfall jeden positiven Zinsfußes der *gesamte* Ertrag allen investierten Kapitals — wenn von der erheblichen Expansionsquote abgesehen würde, die entstehen würde, sofern man von einer unterbeschäftigten Wirtschaft ausgeht — Null ergeben müßte.

Dies schließt aber nicht aus, daß jeder einzelne Unternehmer angesichts einer Verbilligung des Leihkapitals durch eine Senkung des Marktzinsfußes Arbeit durch Kapital ersetzen wird, daß der jeweilige Marktzinsfuß bestimmt, in welcher Proportion in jeder Unternehmung Arbeit und Realkapital rationellerweise verteilt werden müssen. Die Zinssenkung zeigt dem einzelnen Unternehmer an, daß es eine Kostensenkung bedeutet, Arbeit durch zusätzliches Realkapital zu ersetzen und folglich muß die Zinssenkung einen Ansporn zur Investition darstellen[554]. Daß — rein theoretisch gesehen — die Zinssenkung letzten Endes cet. par. die *gesamten* Erlöse verringern muß, d. h. die Quote des *gesamten* Ertragsüberschusses allen investierten Kapitals, steht der Tatsache nicht im Wege, daß der Zinsfuß der Realkapitalbildung, die die Unternehmer vorzunehmen geneigt sind, eine Grenze setzt.

Die gesamten bisherigen Ausführungen sollten zeigen: wenn Keynes die Festellung trifft, die Grenzergiebigkeit des Kapitals nehme ab mit der Zunahme des Realkapitalbestandes, kann diese Feststellung vernünftigerweise nicht bedeuten, der faktische Ertrag des gesamten Realkapitals nehme ab, je mehr man sich dem jeweiligen Optimum an Kapitalintensität der Produktion nähere, bzw. werde Null, nachdem ein solches Optimum erreicht sei. Die Feststellung Keynes' kann vernünftigerweise lediglich bedeuten, der, von jedem einzelnen Unternehmer, *antizipierte* Ertrag neuen Realkapitals (d. h. die Kostensekung oder Ertragssteigerung, die eine Investition zu bieten verspricht) verringere sich, je weiter, angesichts einer konstanten Datenkonstellation, die Kapitalintensität jeder einzelnen Unternehmung sich dem optimalen Verhältnis zwischen Arbeit und Kapital nähert. Nehmen wir an, jede der vorhandenen Unternehmungen sei optimal mit Kapital ausgestattet, optimal rationalisiert und die gesamte Wirtschaft nehme insoweit einen stationären Charakter an, als die gesamtheitliche Bedarfsstruktur, die technischen Kenntnisse, der Bevölkerungsstand und die Bevölkerungszusammensetzung konstant bleiben, keine neuen Erfindungen auftauchen und die Nachfragefunktionen jeder einzelnen Unternehmung unverändert bleiben: unter diesen Voraussetzungen bestünde für keinen Unternehmer eine Veranlassung, zu investieren — die antizipierte Ertragsquote neuen Realkapitals wäre Null; nicht einmal bei einem Null-Zinsfuß

553) C. Föhl: Zur Theorie des Beschäftigungsgrades, S. 646/647.

554) Daß mit der allgemeinen Geltung eines niedrigeren Zinses die Quote des Ueberschusses des gesamten Ertrages über die gesamten Kosten (*aller* Unternehmer) geringer werden muß, ist für die Kalkulation der individuellen Unternehmung belanglos. Die Logik des Ganzen ist verschieden von der Logik des Teiles; eine Steigerung der Produktivität an sich kann, wie wir gesehen haben, die Quote des Ueberschusses der gesamten Kosten aller Unternehmer nicht erhöhen; aber trotzdem ist eine Steigerung der Produktivität, bzw. Rentabilität des Realkapitals für die Investitionsvornahme der einzelnen Unternehmung von vitaler Bedeutung. Denn die einzelne Unternehmung ist interessiert an ihrem Ertragsüberschuß, gleichgültig, ob dieser nur einen Differentialgewinn darstellt oder einen tatsächlichen „Profit".

würde investiert[555]). Würden jedoch Unternehmer in einer a-rationalen Verhaltensweise trotzdem zusätzliches Realkapital erstellen, in jenem Umfang, der erforderlich ist, um die Kluft zwischen Einkommen und Verbrauchsquote auszufüllen, so müßte die Gesamtheit des alten und des neuen Realkapitals eine Ertragsquote ergeben, die dem herrschenden Zinsfuß gleich ist[556]).

Die Produktivität, bzw. Rentabilität des Kapitals in Verbindung mit dem Marktzinsfuß ist also entscheidend dafür, ob investiert, d. h. neues Realkapital erstellt wird.

Besteht für die moderne kapitalistische Wirtschaft, insoweit sie noch auf dem Prinzip der Selbststeuerung und der ausschließlich privaten Investitionsinitiative beruht, die begründete Wahrscheinlichkeit, die in Kategorien der erwarteten Erträge definierte Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nehme ab mit jeder Vermehrung des vorhandenen Realkapitalbestandes, da die gesamte Wirtschaft einen relativ stationären Charakter annehme?

Auch wenn als erwiesen gelten dürfte, daß tatsächlich die moderne, liberalistische Wirtschaft fortgesetzt einen mehr stationären Charakter annehmen, die Fülle der dynamischen Faktoren also versiegen sollte, berechtigt dies noch nicht, ein „Gesetz“ der, in strenger Proportion mit jeder zusätzlichen Vermehrung des Realkapitalbestandes abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals aufzustellen. Einmal: weil nicht unterstellt werden dürfte, daß die sämtlichen relevanten dynamischen Faktoren, die ein Absinken der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals immer wieder suspendieren könnten, mit einem Schlag entfallen und folglich nicht ausgesagt werden kann, jede zusätzliche Einheit neuen Realkapitals stelle eine weitere Annäherung an das unverrückbar gegebene optimale Verhältnis zwischen Arbeit und Kapital im Rahmen der unveränderten Produktionsstruktur dar. Zum anderen: weil die Ertrags*erwartungen* der Unternehmer angesichts einer gleichen realen Tatsachenkonstellation durchgreifende Variationen aufweisen können; Ertrags*erwartungen*, in die ja sämtliche wirtschaftlichen Imponderabilien eingehen, können keine gesetzmäßige, regelmäßige Funktion des Volumens des Realkapitalbestandes sein. Keynes selbst weist ja ausdrücklich darauf hin, daß die Entscheidung zu investieren mit von Imponderabilien abhängig sei: „Die Unternehmungslust tut nur so, als ob sie hauptsächlich durch die Feststellungen in ihrem eigenen Prospekt angetrieben würde, wie offen und aufrichtig dieser auch sein mag. Kaum mehr als eine Forschungsreise zum Südpol stützt sie sich auf eine genaue Berechnung der Verdienste, die da kommen sollen.“ „Wahrscheinlich können die meisten unserer Entschlüsse, etwas Positives zu tun, dessen volle Wirkungen sich über viele künftige Tage ausdehnen werden, nur auf Lebensgeister zurückgeführt werden — auf einen plötzlichen Anstoß zur Tätigkeit, statt zur Untätigkeit, und nicht auf den gewogenen Durchschnitt quantitativer Vorteile, multipliziert mit quantitativen Wahrscheinlichkeiten“[557]). Daß diese Auffassung — richtig, wie sie vielleicht sein

555) Denn es bestünde ja immer noch die Verpflichtung, soweit mit Fremdkapital investiert wurde, den Kredit zurückzuzahlen.

556) Wenn *alle* Unternehmer annehmen, aus altem und neuem Realkapital könne kein Ertrag herausgewirtschaftet werden, der die Kosten und den Zins deckt, muß in diesen Kalkulationen insofern ein Rechenfehler stecken, als bei einem gegebenen Zinsfuß die Gesamtheit des neuen und des alten Realkapitals, sofern nur die Entscheidung zu investieren der gesamtheitlichen Verbrauchsneigung entspricht, eine Ertragsquote in Höhe des Zinsfußes abwerfen muß.

557) Keynes, a. a. O. S. 136; im Original S. 161 (VII), 162.

mag — unverträglich ist mit der Vorstellung Keynes' von einem „Gesetz" der regelmäßig abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, betont z. B. A. W. Jöhr: „Was nützen all die spitzfindigen Untersuchungen über den Zinssatz und über die Grenzergiebigkeit des Kapitals und deren Verhältnis, wenn die meisten unserer Entscheidungen auf dem spontanen Drang zur Tat und nicht auf kalten Berechnungen beruhen, wenn ein Unternehmen nur wenig mehr als eine Südpolexpedition auf der genauen Kalkulation der zukünftigen Gewinne aufgebaut ist . . ." [558]).

Die sachliche Grundfrage, ob tatsächlich für die Gegenwart und die Zukunft mit einem Stagnieren der dynamischen Momente und damit mit einer sinkenden Geneigtheit der Unternehmer, zusätzliches Realkapital zu erstellen, gerechnet werden muß [559]), kann nicht entschieden werden.

In der Keynes-Literatur ist die Stellungnahme zu dem von Keynes aufgeworfenen Problem geteilt. J. Schumpeter z. B. ist der Ansicht, eine Problematik einer abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals existiere in Wirklichkeit gar nicht, Keynes habe einfach die entscheidenden dynamischen Faktoren unzulässigerweise hinwegargumentiert: „The capitalist process is essentially a process of change of the type which is being assumed away in this book, and all its characteristic phenomena and problems arise from the fact that it is such a process. A theory that postulates invariance of production functions may, if correct in itself, be still of some use to the theorist. But it is the theory of another world and out of all contact with modern industrial facts, unemployment included. No interpretation of modern vicissitudes, "poverty in plenty" and the rest, can be derived from it." „Since Mr. Keynes eliminates the most powerful propeller of investment, the financing of changes in production functions, the investment process in his theoretical world has hardly anything to do with the investment process in the actual world, and any proof, even if successful, that (absolutely or relatively) failing "Inducement to Invest" will produce underemployment would have no greater practical importance than a proof that motor cars cannot run in the absence of fuel" [560]).

Eine ähnliche ablehnende Stellung zu dem von Keynes aufgeworfenen Problem der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nimmt G. Cassel ein: „Was auch über die Auffassungen von Prof. Keynes gesagt werden möge, so ist doch festzuhalten, daß sie weder allgemein gültig, noch notwendig sind. Vielleicht entsprechen sie den Bedingungen einer im Niedergang befindlichen Zivilisation, in der der private Unternehmergeist fast völlig gelähmt und das ganze Interesse des einzelnen darauf gerichtet ist, sich Unterhaltsmittel für die Zukunft zu verschaffen, ohne etwas zu tun oder einzusetzen. Hoffentlich wird die jetzt heranwachsende Generation solche

---

558) W. A. Jöhr, a. a. O. S. 654. J. nimmt auf die gleichen Stellen aus der Allgemeinen Theorie Bezug, die oben angeführt wurden.

559) Es handelt sich selbstverständlich immer nur um die Frage der privaten Unternehmerinitiative und der privaten Unternehmerrentabilität. Die Tatsache, daß private Investitionsinitiative und private Investitionsrentabilität vollkommen zureichend sein können in einer Wirtschaft, in der die Staatsführung dem wirtschaftlichen Lebensbereich in grundsätzlichen Richtlinien die zu lösenden Aufgaben zuweist und sich hierbei mit Erfolg privater Unternehmerinitiative bedient und daß in einer derart gelenkten Wirtschaft die Rentabilität hoch ist, besagt grundsätzlich nichts gegen das von Keynes aufgeworfene Problem: denn Keynes stellt ausdrücklich auf die Laissez-faire-Wirtschaft, d. h. eine Wirtschaft, in der grundsätzlich die Entscheidung zu investieren n u r von der Privatinitiative abhängt, ab.

560) J. A. Schumpeter, a. a. O. S. 794.

Daseins-Begriffe endgültig verwerfen und, der unerschöpflichen Möglichkeiten des Fortschrittes bewußt, unbeirrt dem Ziele der Verbesserung des allgemeinen Standes der Lebenshaltung zustreben" [561]).

A. C. Pigou bezeichnet das Problem der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals mit allen seinen notwendigen praktischen Folgerungen als die „Vision of the Day of Judgment" und fragt sich: „. . . is this a veridical vision or is it a nightmare? . . . . . If the immediate future is to resemble at all the recent past, new objects, the creation of which requires investment, are likely to be invented. An era that has witnessed the development of electrical apparatus, motor cars, aircraft, gramophones and wireless, to say nothing of tanks and other engines of war, is not one in which we can reasonably forecast a total disappearance of openings for new investment" [562]).

A. H. Hansen weist die praktische Tragweite des Problems nicht durchaus von der Hand: „With respect to economic progress, the rapid development of new products, new processes of production, new ways of utilizing natural resources and new combinations of the productive factors have the effect of raising the marginal efficiency of capital and thereby stimulating investment. . . . . . . Should it turn out, however, that the next decades will witness a relative stagnation in innovations in the utilization of the resources of nature, the marginal efficiency of capital . . . could fall to a point so low as to produce a stagnation in investment. It is not impossible that the technological innovations of the future will be of a character that will require less capital than many of the developments of the last century. Moreover, certain types of technological innovations are definitely capital economising rather than capital using. . . . . It is not improbable that the continued workability of the system of private entreprise will be made possible . . . . by the work of the inventor and the engineer . . . .; it may well turn out that in the future we shall have to look to new outlets for profitable investment, new discoveries in technique, new ways of utilizing nature's resources, new products and new industries" [563]).

J. R. Hicks kommt zu folgender Beurteilung: „It is evident that invention has much to do with the problem; for if the number of kinds of capital goods was fixed, then it would be very reasonable to suppose that the yields from each kind of goods would diminish as the number of goods of that kind increased. But if the number of kinds is not fixed, then it seems very possible that the invention of new kinds may be stimulated by the increase in productive power; and this might put off the decline almost indefinitely. Invention of new kinds of consumption goods will be as potent.

561) G. Cassel: Die „Allgemeine Theorie" von Professor Keynes, in: Internationale Rundschau der Arbeit, Jahrgang 15, H. 2, S. 1081—1089; S. 1089 (VII). Die angeführten Ansichten Schumpeters und Cassels können selbstverständlich nicht als Gegenbeweis gegen die Keynes'sche Ansicht erachtet werden. Schumpeter hat durchaus nicht bewiesen, daß eine fortgesetzte Veränderung in den „production functions", die fortgesetzt Veranlassung zu Investition geben würde, eine „ewige" Kategorie der kapitalistischen Wirtschaft sein müßte — ebenso wenig wie Cassel beweist, daß die „Möglichkeiten des Fortschrittes" unerschöpfliche seien, bzw. daß die private Initiative immer ausreiche, um die eventuellen Möglichkeiten des Fortschrittes und der Verbesserung der Lebenshaltung wahrzunehmen.

562) A. C. Pigou, a. a. O. S. 129. Die Argumentation Pigous leidet vielleicht an dem Mangel, daß es sich bei „tanks and other engines of war" nicht ausschließlich und entscheidend um die private Initiative und die privatwirtschaftliche Rentabilität handelt.

563) A. H. Hansen, a. a. O. S. 681 und S. 683.

The whole question of invention thus needs very serious consideration; but I think it will tend to show that a theory which takes into account many dynamic considerations, and then assumes invention nil, should be handled carefully. . . . . With increasing population, investment can go roaring ahead, even if invention is rather stupid: increasing population is therefore actually favourable to employment.

Thus whatever we decide in the end to think about the Diminishing Marginal Efficiency of Capital, this population point is enough in itself to establish the high significance of Mr. Keynes' theory of long-period unemployment. Whether or not we are already engulfed in the dangers he diagnoses is a thing which can be disputed; but there is little doubt that we are heading for those dangers. They are, indeed, one aspect — perhaps the most important economic aspect — of that problem of adapting to less progressive conditions the institutions of a traditionally expansive civilisation, which already vexes us on many sides" [564]).

W. Lautenbach stützt die Keynes'sche These mit folgenden Argumenten: „Wer die Erfahrung von anderthalb Jahrhunderten als Zeugen gegen Keynes aufruft, übersieht, daß die Dynamik, welche die Entwicklung des neunzehnten Jahrhunderts kennzeichnet, unmöglich ewiges Gesetz sein kann. Der Aufbau und Ausbau der kapitalistischen Wirtschaft im neunzehnten Jahrhundert trägt unverkennbar gewisse einmalige Züge. Niemals kann in einer voll entwickelten Wirtschaft, zumal wenn die Bevölkerung nicht mehr wächst, die Bildung von realem Kapital in dem Tempo weitergehen, das in der Zeit der Industrialisierung gegeben war. Schon eine simple mathematische Ueberlegung beweist das absolut schlagend. Im neunzehnten Jahrhundert ist die Produktion in geometrischer Progression gewachsen, und ebenso ist geometrisch, jedoch in sehr viel stärkerem Grade, der Kapitalreichtum gewachsen. Selbst wenn man beim Kapital nur mit einer äußerst bescheidenen Wachstumsrate von 3 % rechnete, würden in verhältnismäßig kurzer Zeit phantastische und vollkommen unmögliche Werte herauskommen, so daß es gar nicht anders denkbar ist, als daß im Laufe der Zeit die Vernichtung von vorher gebildetem Kapital immer mehr zur Regel wird und die Rate des reinen Vermögenszuwachses immer mehr drückt. Man beachte vor allem, welchen ungeheuren Wandel der Stillstand der Bevölkerungsbewegung mit sich bringen muß. Der gewaltige Kapitalaufwand, der in der Zeit reißender Bevölkerungsvermehrung gerechtfertigt wurde, daß Arbeitsplätze und Wohnungen entsprechend dem Zuwachs geschaffen werden mußten, hört auf. Die Investition bleibt immer mehr darauf beschränkt, die technische Ausrüstung für den vorhandenen Stamm von Arbeitern zu verbessern. Die Aufgabe, für neu hinzutretende Arbeitskräfte die ganze technische Ausrüstung erst neu zu schaffen, entfällt" [565]).

Keynes selbst erwähnt in der oben angeführten Stelle [566]) das Bevölkerungswachstum, die Zunahme der Erfindungen und die Erschließung neuen Landes als Faktoren, die im neunzehnten Jahrhundert die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals auf einem hohen Stand hielten. Zweifellos entfällt für die Gegenwart und die Zukunft in erheblichem Grade die sehr ergiebige Investitionsgelegenheit der Erschließung und Industriali-

564) J. R. Hicks, a. a. O. S. 251—253.
565) W. Lautenbach: Der Streit um J. M. Keynes' Theorie; S. 572 ff. (et passim).
566) vgl. oben S. 151.

sierung wirtschaftlich unentwickelter Länder[567]); und diese Tatsache dürfte für das Problem einer ausreichenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals von erheblicher Tragweite sein. Zweifellos ist richtig, daß das Bevölkerungswachstum — wenigstens in jenen Ländern, in denen die Wirtschaft auf dem Prinzip der Selbststeuerung beruht — stagniert. Jedoch ist zu beachten, daß Bevölkerungswachstum an sich für den Unternehmer der liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft keinen unmittelbaren Ansporn, zu investieren, darstellt. Der implicite geäußerten Ansicht Keynes', die Fülle der Erfindungen sei eine einmalige Erscheinung des neunzehnten Jahrhunderts gewesen, kann nicht ohne weiteres zugestimmt werden. Sicherlich ist bei dem ganzen Problem jede Art von Analogieschluß — weil es früher so war, deshalb müßte es heute und immer so sein — unzulässig[568]); aber für die Gegenwart ist ein geringeres Wachstum der Erfindungen verglichen mit dem des neunzehnten Jahrhunderts nicht festzustellen: die Ueberzeugung jedes Zeitalters geht dahin, der technische Fortschritt sei an eine absolute Grenze vorgestoßen; daraus entmutigende Folgerungen abzuleiten bezüglich eines nachlassenden Kapitalbedarfes, wäre übereilt. Schließlich hat Keynes ohne Zweifel übersehen, daß die der modernen Wirtschaft immanente Tendenz, neue und neuartige Konsumgüter (im weitesten Sinne des Wortes) zu kreieren, Investitionen in erheblichem Ausmaße bedingt.

Folgende Stelle aus der Allgemeinen Theorie kann dahin interpretiert werden, Keynes erachte noch einen weiteren Umstand als ursächlich dafür, daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in der Gegenwart und der Zukunft geringer sei, als sie im neunzehnten Jahrhundert war: „In früheren Zeiten, als die Unternehmungen hauptsächlich im Besitz jener waren, die sie durchführten, oder ihrer Freunde und Teilhaber, stützte sich die Investition auf ein genügendes Angebot von Einzelnen von sanguinischer Veranlagung und schöpferischen Eingebungen, die sich das Geschäft zur Lebensaufgabe machten, ohne wirklich auf eine genaue Berechnung des voraussichtlichen Gewinnes zu vertrauen. Das Geschäft war teilweise eine Lotterie, deren endgültiges Ergebnis allerdings zum großen Teil davon abhing, ob die Fähigkeiten oder der Charakter der Leiter über oder unter dem Durchschnitt waren. Einigen mißlang es, andere waren erfolgreich. . . . . . Geschäftsleute trieben ein Spiel, in dem Geschicklichkeit und Zufall vermischt sind, und dessen durchschnittliche Ergebnisse den Spielern, die sich daran beteiligen, nicht bekannt sind. Wenn die menschliche Natur nicht versucht wäre, etwas zu wagen, keine Befriedigung (abgesehen vom Gewinn) in der Erstellung einer Fabrik, einer Eisenbahn oder eines Bauerngutes fände, würden als bloßes Ergebnis kalter Berechnung vielleicht wenig Investitionen übrig bleiben“[569]).

Allerdings bringt Keynes diese Erörterung nicht in systematischen Zusammenhang mit dem Problem der heute unzulänglichen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals — wie ja überhaupt eine systematische Begründung des Gesetzes der abnehmenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals fehlt[570]).

Wenn auch nicht ersichtlich ist, ob Keynes diesem Faktor entscheidende Bedeutung für den in Frage stehenden Problemkreis beimißt — der Er-

567) Ueber die konjunkturtheoretische Bedeutung dieser Tatsache vgl. E. Preiser: Grundzüge der Konjunkturtheorie; S. 145 ff.
568) Dies hebt Lautenbach (in der S. 162 wiedergegebenen Erörterung) mit Recht hervor.
569) Keynes, a. a. O. S. 126/127; im Original S. 150, 2. Absatz.
570) vgl. oben S. 152, Fußnote 530).

kenntnis der Wichtigkeit dieses Phänomens kann man sich nicht verschließen. Es mag sein, daß heute die private Unternehmerinitiative, die Spontaneität der Entscheidungen, die Risikoübernahmebereitschaft geringer ist als früher und daß instititutionelle Faktoren, der Wandel in der Struktur der Unternehmungen, z. B. die überwiegende Trennung von Besitz und Leitung, das Ueberwiegen der Großformen der Unternehmung, deren verwaltungsmäßig-bürokratischer Aufbau die persönliche Initiative ersticken kann, die zunehmende Kartellierung (im Vergleich zum neunzehnten Jahrhundert), usw. usw. mit eine Ursache dafür sind. Wenn und soweit dieser Faktor entscheidend sein soll, ist er ein selbständiger Grund für eine Senkung der (in Kategorien des erwarteten Erträgnisses definierten) Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, in die ja die Einschätzung des mit der Investition verbundenen Risikos und die Geneigtheit ein so beschaffenes Risiko zu tragen, eingeht — und hat wenig oder nichts zu tun mit der Frage, ob die bestehende Kapitalausrüstung der Wirtschaftsgesellschaft sich dem Sättigungspunkt nähert: wenn die Unternehmerinitiative und die Risikoübernahmebereitschaft unzulänglich sind, ist ex hypothesi die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals gering, auch wenn objektiv Bevölkerungswachstum, Bedarfswandel, Fortschritt des technischen Wissens usw. einen erheblichen Aufwand an Kapitalinvestitionen rechtfertigten [571]).

Wenn insbesondere dieses letzte Moment in Erwägung gezogen wird, scheint sich die Waage zugunsten der Ansicht Keynes' zu neigen und nicht zugunsten der Ansicht Cassels und Schumpeters: d. h. es kann nicht von der Hand gewiesen werden, daß eine unzulängliche Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und als Folge davon ein unzureichendes Volumen der Neuinvestition die Schwierigkeit der modernen Wirtschaft darstellt, soweit sie noch nicht zu einer Abkehr von dem Prinzip der Selbststeuerung fortgeschritten ist [572]) [573]).

2. Prüfung des grundlegenden „psychologischen Gesetzes“.

Voraussetzung dafür, daß unzureichende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, angesichts eines mehr oder minder starren Zinsfußes, die Schwierigkeit jeder gegenwärtigen, kapitalistischen Wirtschaft darstellen soll, muß die Tatsache sein, daß nicht das ganze jeweilige Einkommen für den Verbrauch ausgegeben wird.

571) vgl. oben S. 159.

572) Die Keynes'sche Ansicht teilen C. Föhl (Zur Theorie des Beschäftigungsgrades; S. 649 ff.) und J. Robinson (z. B. in der Abhandlung: Disguised Unemployment, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 182, S. 225 ff.; in dieser Abhandlung wird deutlich ausgesprochen, daß ausreichend hohe Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und ein genügendes Volumen an Neuinvestition ein Ausnahmefall sei — unzureichende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und zu geringes Volumen an Neuinvestition die Regel).

573) Anmerkungsweise sei darauf hingewiesen, daß in den Keynes'schen Erörterungen über die unzulängliche Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals einige Irrtümer enthalten sind: Keynes sagt (a. a. O. S. 111; im Original S. 130 und S. 131): „Da der Wert eines Hauses von seinem Nutzen abhängt, wird jedes neuerbaute Haus dazu beitragen, den voraussichtlichen Mietzins von weiteren Häuserbauten und folglich die Anziehungskraft weiterer ähnlicher Investitionen zu vermindern, es sei denn, daß der Zinsfuß im gleichen Schritt falle.“ „Das alte Aegypten war doppelt glücklich und verdankte seinen sagenhaften Reichtum zweifellos dem Umstand, daß es zwei Tätigkeiten besaß, nämlich sowohl das Bauen von Pyramiden, als auch das Suchen nach kostbaren Metallen, deren Früchte, da sie den Bedürfnissen der Menschheit durch Verbrauch nicht dienen konnten, mit

Die Annahme Keynes', daß für die moderne kapitalistische Wirtschaft mit einer erheblichen Ersparnis bzw. Sparneigung [574]) gerechnet werden müsse, ist an sich unanfechtbar. Jedoch sind die Ausführungen Keynes' über die Bestimmungsgründe dieser Sparneigung unvollständig und im einzelnen anfechtbar. Die „Verbrauchsneigung" soll — nach der Ansicht Keynes' — angesichts eines als konstant anzusehenden sozialen, institutionellen, soziologischen, individual- und sozialpsychologischen Hintergrundes, von der Höhe des Einkommens abhängen [575]): „Since . . . the main background of subjective and social incentives changes slowly, whilst the short-period influence of changes in the rate of interest and the other objective factors is often of secondary importance, we are left with the conclusion that short-period changes in consumption largely depend on changes in the rate at which income (measured in wage-units) is being earned and not on changes in the propensity to consume out of a given income" [576]). „The fundamental psychological law, upon which we are entitled to depend with great confidence both a priori from our knowledge of human nature and from the detailed facts of experience, is that men are disposed, as a rule and on the average, to increase their consumption as their income increases, but not by as much as the increase in their income" [577]). „. . . . apart from short-period *changes* [578]) in the level of in-

dem Ueberfluß nicht schal wurden. Das Mittelalter baute Kathedralen und sang Totenklagen. Zwei Pyramiden, zwei Steinhaufen für die Toten, sind doppelt so gut wie einer, aber nicht so zwei Eisenbahnen von London nach York."

Daß zwei Eisenbahnen auf der gleichen Strecke, viele Häuser an der Stelle von wenigeren, unter Umständen den Nutzen und den Wert der Einheit verringern, ist kein schlüssiger Beweis dafür, daß die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals abnehmen müßte; es handelt sich hier vielmehr um den Sachverhalt einer einseitigen Vermehrung bestimmter Arten von Gütern, mit der Folge, daß die Einheit dieser Güter einen geringeren Nutzen stiftet, einen geringeren Wert hat, im Verhältnis zu der Einheit anderer Güterarten, deren Menge nicht vermehrt wurde. Es handelt sich hier also um eine Verschiebung des relativen Tauschwertes: der Tauschwert der Güter sinkt, deren Menge vermehrt wurde.

Daß die Produkte der modernen wirtschaftlichen Tätigkeit „mit dem Ueberfluß" „schal" werden, ist vollkommen bedeutungslos für die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals: diese Erscheinung ist von Belang dafür, daß in erheblichem Maße positiv gespart wird, daß die Verbrauchsneigung abnimmt. Der nämliche Irrtum steckt in den Argumentationen Keynes', die „Erwartung zukünftigen Verbrauches" hänge ab von der „Erfahrung gegenwärtigen Verbrauches", so daß „eine Verminderung des letzteren voraussichtlich die erstere herunterdrücken wird, mit der Folge, daß der Akt der Ersparnis nicht nur den Preis der Verbrauchsgüter drücken und die Grenzleistungsfähigkeit des bestehenden Kapitals unberührt lassen, sondern tatsächlich dazu neigen kann, auch die letztere herunterzudrücken." (a. a. O. S. 176). Diese Argumentation Keynes' läuft darauf hinaus, das Phänomen der unzureichend wirksamen Nachfrage als ursächlich für eine geringe Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals anzusehen. Offenbar aber muß eine unzureichend wirksame Nachfrage F o l g e davon sein, daß der vermehrten individuellen Ersparnis keine entsprechende vermehrte Neuinvestition gegenübertritt, daß also die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals unzulänglich ist. Keynes dreht hier anscheinend Ursache und Wirkung herum. Dies schließt nicht aus, daß das Vorhandensein einer unzureichend wirksamen Nachfrage von sich aus noch einmal die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals vermindert: das erste Glied in der Kette ist aber die unzureichende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, die angesichts des relativ starren Zinsfußes nicht gestattet, daß die Neuinvestition die durch Sparneigung der Bevölkerung gegebenen Möglichkeiten voll ausschöpft, womit an die Stelle eines allenfallsigen Ausfalles in der Konsumgüternachfrage eine zusätzliche Nachfrage nach Produktivgütern träte.

574) Es muß in diesem Zusammenhang von S p a r n e i g u n g gesprochen werden, da es ja — nach Keynes — keine gegebene g e s a m t e Ersparnis gibt, ehe nicht feststeht die Höhe des Betrages der Neuinvestition; vgl. den I. Teil der Arbeit, I. Kapitel, 2. Abschnitt.

575) vgl. den I. Teil der Arbeit, II. Kapitel, 1. Abschnitt.

576) Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money; S. 110 (II. 1. Absatz). Diese und die folgende Stelle aus der Allgemeinen Theorie wird aus dem Original zitiert, da u. E. die Uebersetzung dieser Stellen einige Mängel aufweist.

577) a. a. O., S. 96 (III, 2. Absatz).

578) Kursiv bei Keynes!

come, it is also obvious that a higher absolute level of income will tend, as a rule, to widen the gap between income and consumption. For the satisfaction of the immediate primary needs of a man and his family is usually a stronger motive than the motives towards accumulation, which only acquire effective sway when a margin of comfort has been attained. These reasons will lead, as a rule, to a greater *proportion*[578]) of income being saved as real income increases“[579]).

Unterstellen wir, es sei tatsächlich ein individual-psychologisches Gesetz, daß bei einem höheren (Real-) Einkommen das Individuum eine größere Quote dieses Einkommens spare, als bei einem geringeren Einkommen. Aus der Tatsache, daß die individuelle Sparquote steigt mit dem Steigen des Einkommens, darf nicht gefolgert werden, wie es Keynes offensichtlich tut, die gesamtheitliche Sparquote steige mit der Zunahme des gesamtheitlichen Einkommens, wenn andererseits angenommen wird, daß das gesamte „Realeinkommen mit der Zahl der beschäftigten Arbeitseinheiten zu- oder abnimmt“[580]). Denn gerade eine derartige Zunahme des gesamten Realeinkommens bedeutet, daß hauptsächlich die Zahl der insgesamt vorhandenen Einzeleinkommen zunimmt, während die Höhe der schon bestehenden Einzeleinkommen relativ unverändert bleibt, mit der Folge, daß die Sparquote der Gesamtheit relativ gleichbleiben muß[581]). Wir können uns der Kritik, die A. Amonn in dieser Hinsicht an dem grundlegenden psychologischen Gesetz Keynes' übt, anschließen: „Es kommt nicht auf dasselbe heraus, ob das Gesamteinkommen einer Gesellschaft wächst, weil neue Einzeleinkommen zu den bestehenden hinzukommen, wie es bei der Zunahme der Zahl der Beschäftigten der Fall ist, oder, ob es wächst, weil bereits bestehende Einkommen, bzw. die Einkommen der schon Beschäftigten wachsen. Die Annahme, die Keynes macht in Bezug auf Konsumieren und Sparen von einem gegebenen bzw. einem zusätzlichen Einkommen, kann vielleicht als geltend betrachtet werden, für den Fall, daß das Einkommen der bereits Beschäftigten steigt, aber nicht einmal für diesen Fall so sicher und allgemein . . . . Mit der Zunahme der Zahl der Beschäftigten steigt zwar die Zahl der Einzeleinkommen und damit auch das Gesamteinkommen, aber das Einkommen pro Kopf der Beschäftigten wird eher kleiner[582]) als größer. Anders wäre es, wenn im Falle bereits voller Beschäftigung das Gesamteinkommen steigen würde. Das würde bedeuten, daß das Einkommen einzelner über jene Minimalgröße, bei der das Sparen beginnt, hinauswachsen würde, bzw. auch Einkommen, von denen bereits bisher gespart wurde, noch wachsen und daraus nun mehr gespart würde. So kommen wir zu dem paradoxen Resultat, daß die Lehre Keynes' von der Neigung zu konsumieren gerade von Zuständen der Vollbeschäftigung gilt, aber für den Zustand weitgehender Unterbeschäftigung eine äußerst zweifelhafte Geltung besitzt“[583])[584]).

579) Keynes, a. a. O. S. 97, 2. Absatz.
580) Keynes, Allgemeine Theorie, Deutsche Uebersetzung; S. 97/98.
581) Freilich steigt unter diesen Umständen auch die Höhe bestimmter Einzeleinkommen und damit vielleicht auch die Sparquote aus diesen Einkommen; dem steht aber gegenüber, daß die neu hinzutretenden Einzeleinkommen (die dadurch entstehen, daß Arbeitslose wieder in den Produktionsprozeß eingegliedert werden) regelmäßig überhaupt keine Sparquote aufweisen werden.
582) Sperrung bei A. Amonn.
583) A. Amonn, a. a. O. (Fortsetzung) S. 155/156.
584) Eine ähnliche derartige Kritik übt A. Forstmann: Arbeit oder Beschäftigung? S. 390. Es muß jedoch festgestellt werden, daß Keynes die Behauptung, eine Erhöhung des Gesamt-

Es mag weiter sein, daß eine genaue Feststellung über die gesamtheitliche Sparquote, bzw. die gesamtheitliche Neigung zu sparen, nicht getroffen werden kann, wenn die fortgesetzten Veränderungen in der gesamtwirtschaftlichen Produktivität und die fortgesetzten Veränderungen qualitativer Art im Angebot an Konsumgüter, die beide in einer Wirtschaftsgesellschaft, in der investiert wird, zu verzeichnen sind, nicht berücksichtigt werden [585]).

Wenn die gesamtheitliche Sparquote untersucht wird, muß zweifellos geprüft werden, inwieweit dem Entschluß einer bestimmten Anzahl von Wirtschaftssubjekten, positiv zu sparen, der Entschluß anderer Wirtschaftssubjekte, Ersparnis aufzulösen, gegenübersteht. In einer sich langsam und stetig entwickelnden Wirtschaftsgesellschaft mag weitgehend eine derartige Kompensation zwischen positiver und negativer Ersparnis stattfinden, jedenfalls für alle Kategorien des Zwecksparens (so z. B. wenn gespart wird in der bestimmten Absicht, die Ersparnis an einem künftigen Zeitpunkt aufzulösen, zu dem Zwecke des Kaufes eines dauerbaren Konsumgutes; weiter dürfte dies gelten für Unternehmungsrücklagen zum Zwecke künftiger Investition, für Ersparnisse, die gebildet werden, um im Alter aufgezehrt zu werden, usw.); die Tatsache, daß es sich bei einer Wirtschaftsgesellschaft um eine große Zahl von Wirtschaftssubjekten handelt, bewirkt, daß bis zu einem gewissen Grade der individuelle Konsumaufschub keinen gesamtheitlichen Konsumaufschub darstellt [586]).

Ausmaß und Bestimmungsgründe dieser Kompensation zwischen Neuersparnis und Auflösung alter Ersparnis hätte Keynes einer eingehenden Prüfung unterziehen müssen.

Zweifellos steht in jeder Wirtschaftsgesellschaft bei einer gegebenen Höhe des Gesamteinkommens ein beträchtliches Volumen an Ersparnis zur Verfügung; aber aus der Erfahrung wissen wir lediglich, daß in einem derartigen Ausmaß gespart wurde, während ein positiver Zinsfuß bestand. Die Tatsache, daß die geringfügigen kurzfristigen Schwankungen des Zinsfußes einen unbedeutenden Einfluß auf die Neigung zu sparen ausüben, darf nicht verleiten zu der Feststellung, der Zinsfuß an sich habe überhaupt keinen Einfluß auf die Sparneigung; Keynes neigt gelegentlich zu dieser Feststellung, so, wenn er betont, der Zinsfuß sei belanglos für die Alternative Sparen — Konsumieren, er habe nur Bedeutung für die Alternative Horten – Anlegen [587]); freilich ist Keynes bei der wirtschaftspolitischen Auswertung seiner theoretischen Ergebnisse vorsichtig genug, die Möglich-

---

einkommens führe zu einer Erhöhung der Sparquote, bald wieder fallen läßt, zugunsten der einwandfreieren Feststellung, mit der Erhöhung des gesamten Einkommens steige der absolute Betrag der Ersparnis; vgl. folgende Feststellung Keynes' (zitiert aus dem englischen Original S. 97, 2. Absatz, Mitte): „But whether or not a greater proportion is saved, we take it as a fundamental psychological rule of any modern community that, when its real income is increased, it will not increase its consumption by an equal ***absolute*** amount, so that a greater absolute amount must be saved . . . ." (Kursiv bei Keynes!).

585) vgl. den Versuch E. Preisers (Grundzüge der Konjunkturtheorie; S. 44 ff.), den Zusammenbruch der Hochkonjunktur zu erklären aus der Erhöhung des Spargrades, die als Folge, einerseits der Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität, andererseits der mit dieser Produktivitätssteigerung verbundenen Senkung der Lohnquote, d. h. der relativen Vermehrung der sparfähigen Einkommen, eintrete.

586) Dies betont insbesondere die Keynes-Kritik von A. Kruse: Zu Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes", in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 146, H. 1, S. 85.

587) Keynes, Allgemeine Theorie S. 152 und S. 153.

keit eines Einflusses des Zinsfußes auf die Alternative Sparen — Konsumieren einräumen: „Es mag sich ergeben, daß der Hang zum Verbrauch durch die Wirkungen eines fallenden Zinsfußes so leicht gestärkt werden kann, daß Vollbeschäftigung mit einer Rate der Anhäufung (ergänze: von Realkapital, D. V.) erreichbar ist, die nur wenig größer ist, als gegenwärtig“ [588]).

Tatsache aber ist, daß die Allgemeine Theorie weitgehend mit der Unterstellung arbeitet, es bestehe keine positive Time-preference, die erst durch den Zinsfuß überwunden werden müßte. Diese Unterstellung ist aber durch nichts bewiesen. Wie eine kritische Stimme zur Allgemeinen Theorie sich äußert: „It may be that discount of the future is not a significant economic force. But it seems unscientific to accept so vital a proposition as a fact in any historical period without more verification than that of intuition and personal experience. For it is clear that the whole Keynesian theoretical structure must collapse if preference for the present is . . . . a quantitatively important economic force.“ „It is impossible to overemphasize the truism that existence and nonexistence of an effective discount of the future remain nothing more than tentative postulates, until appropriate statistical analysis establishes the one or the other postulate as a fact. For generations followers of the classical tradition have *assumed* [589]) that time-preference is a strong determinant of saving and dissavings; now Mr. Keynes *assumes* [589]) that time-preference is *not* [589]) important as a determinant of dissaving and new savings. These conflicting opinions are both based only upon intuition and personal experience which are best untrustworthy criteria, and the more so, when in conflict“ [590]).

Es mag sein, daß der Wegfall eines positiven Zinsfußes, bzw. eine erhebliche Senkung des bestehenden Zinsfußes, von Einfluß ist auf die Entscheidung zu sparen, soweit sie motiviert ist durch das Bestreben, sich für spätere Zeiten eine ausreichende, ständig fließende Einnahmequelle zu verschaffen. Es wäre fernerhin möglich, daß ein positiver Zinsfuß Einfluß hat auf das quantitative Ausmaß der Aufrechterhaltung alter Ersparnis [591]), daß der Wegfall oder die erhebliche Senkung des Zinsfußes die Aufzehrung von Kapital begünstigt, etwa weil bei einem niedrigeren Zinsfuß die Möglichkeit, von Kapitalzinsen zu leben, geringer wird, bzw. bei Wegfall eines positiven Zinsfußes überhaupt entfällt.

Der Ueberzeugung Keynes', daß schlechthin ohne nähere Qualifikation in einer bestimmten Wirtschaftsgesellschaft eine bestimmte Sparneigung gegeben sei, die sich zu tatsächlichen Ersparnissen verwirkliche gemäß der jeweiligen Höhe des gesamten Einkommens, steht eine andere Ansicht gegenüber, die z. B. bei F. A. v. Hayek folgendermaßen formuliert ist: „The important point . . . . is that in real life the actual societies with which we have to deal

588) Keynes, a. a. O. S. 318.

589) Kursiv beim angeführten Autor.

590) G. R. Holden: Mr. Keynes' Consumption Function and the Time-preference Postulate, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LII, No. 2, S. 281—296; S. 291.

591) Daß die Feststellung Keynes', die Sparneigung hänge vom Einkommen ab, Zweifel entstehen läßt, ob Keynes nur abstellt auf Ersparnis und Verbrauch aus dem laufenden Einkommen, oder ob er auch Ersparnis und Verbrauch aus bereits angesammeltem Vermögen einbeziehe, betont auch R. G. Holden; vgl. folgende Stelle, a. a. O. S. 285: „It is hard to decide whether Mr. Keynes has in mind only consumption out of net income, or whether his function is intended to be a statement of *net* savings (i. e. over dissavings) and consumption of savings as well as income.“ (Kursiv bei H.)

are always *progressive*[592]) societies in which for reasons, into which we need not go here, there is always a considerable positive rate of saving." „Growth of population, invention, and unforeseen changes which destroy part of the capital already accumulated are probably the main reasons why the inducement to further saving never disappears"[593]). Wenn es sich tatsächlich so verhielte, wie Hayek glaubt, könnte sich das langfristige Dilemma Sparen und Nicht-Investieren grundsätzlich nicht ergeben, denn die gleichen Gründe, die eine positive Gesamtersparnis verursachen würden, würden Veranlassungen (dynamischer Art) zur Investition darstellen: eine erhebliche positive Gesamtersparnis wäre nach der Ansicht Hayeks ein Phänomen einer auch sonst fortschreitenden, dynamischen Wirtschaft.

Ob die These Hayeks in dieser Allgemeingültigkeit richtig ist, kann hier nicht entschieden werden. Immerhin aber muß beachtet werden, daß für einen gewissen Teil der Sparkapitalbildung eine direkte Verbindung mit der Investition gegeben ist: die immerhin für die modernen kapitalistischen Wirtschaftsgesellschaften als erheblich anzusetzende Unternehmungskapitalbildung hat weitgehend ihren Entstehungsgrund in der Tatsache von Investitionsprojekten.

Wenn und soweit angenommen wird, daß generell die Veranlassung zur Investition im Durchschnitt sinke, muß auch angenommen werden, daß mit dieser Erscheinung Hand in Hand eine Verminderung der Unternehmungskapitalbildung gehe: denn wenn in den Unternehmungen wegen sinkender Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nur weniger Investitionen projektiert werden, werden auch weniger Reserven gebildet für diese Zwecke. Es müßte also von Keynes eingeräumt werden, daß, sofern tatsächlich generell die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals abnehmen soll, mit einer geringeren gesamtheitlichen Sparquote, bzw. mit einer geringeren Neigung, Sparkapital zu bilden, gerechnet werden müßte.

Gegen die Feststellung Keynes', daß ein hoher Stand des individuellen und gesamtheitlichen Einkommens notwendig Sparen in sich schließe, könnte schließlich ein praktisch unerheblicher, theoretisch immerhin beachtlicher Einwand gebracht werden, den z. B. C. Föhl erhebt: ein sehr hoher Stand individuellen und gesamtheitlichen Einkommens, ein bestimmtes Maximum an Kapitalansammlung könnte unter Umständen zu einem Erlahmen des Sparbetriebes führen, da jenseits eines bestimmten Sättigungspunktes ein weiteres Sparen jeglichen Anreizes entbehren könnte[594]). Wenn Keynes die Prognose stellt, die moderne kapitalistisch-liberalistische Wirtschaft gehe dem „Schicksal des Midas" entgegen[595]), könnte immer noch ein derartiges Gegenargument gebracht werden.

Es ist also keineswegs sicher, daß die gesamtheitliche Ersparnis eine Funktion des gesamten Einkommens ist, bzw. es erscheint als zweifelhaft, ob angenommen werden darf, wie es Keynes tut, daß der soziale und institutionelle, individualpsychologische und sozialpsychologische Hintergrund, auf dem sich die Entscheidungen zu verbrauchen und zu sparen abspielen, konstant bleibt in einer Wirtschaft, in der in einem gewissen Ausmaß Investitionen getätigt werden und in der Einkommen und Investition wesentlichen Veränderungen unterliegen.

592) Kursiv bei Hayek.
593) F. A. v. Hayek: Utility Analysis and Interest; S. 59 und S. 59, Anmerkung 1.
594) C. Föhl: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf; S. 298.
595) Keynes, a. a. O. S. 184 (oben).

V. Kapitel: Beurteilung des fundamentalen Begriffes der Liquiditätsvorliebe.

1. Kann Liquiditätsvorliebe Ursprung des Zinses sein?

Die bisherigen Ausführungen über die Keynes'sche Zinstheorie ließen die grundsätzliche Frage, die sich angesichts dieser neuen Liquiditätstheorie des Zinses erhebt, unberührt, die Frage: gibt es ein derartiges Phänomen Liquiditätsvorliebe und kann dieses Phänomen Grundlage und Ausgangspunkt einer Zinstheorie bilden?

Bei unserer Darstellung und immanenten Kritik des Keynes'schen Begriffes der Liquiditätsvorliebe, bzw. der drei Beweggründe, die — nach der Ansicht Keynes' — zu einer Bevorzugung der geldlichen Liquidität führen sollen, gelangten wir zu dem Resultat [596]), daß die Liquiditätsvorliebe aus dem Umsatzmotiv sich auflöst zum Teil in die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv, zum anderen Teil in einen friktionell bedingten „Kassen-bedarf" [597]), während das Spekulationsmotiv, d. h. der Beweggrund, Bargeld zu halten, um aus einer besseren Erkenntnis der Zukunft, als der Markt sie hat, Gewinn zu ziehen, nicht zu einer allgemeinen, grundsätzlichen Bevorzugung der geldlichen Liquidität, sondern nur zu einer von Fall zu Fall auftretenden Bevorzugung der geldlichen Liquidität führen kann [598]). Die Frage, ob auf den Begriff der Liquiditätsvorliebe eine Zinstheorie aufgebaut werden kann, konzentriert sich also auf die Frage nach der Existenz und der Bedeutung der Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv; diese Frage wurde oben [599]) einstweilen zurückgestellt.

Die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv ist — wie wir oben gesehen haben — die Neigung, Vermögen in der Geldform aufzubewahren, um des vollen Barwertes des Vermögens an zukünftigen Zeitpunkten sicher zu sein; diese Bevorzugung der geldlichen Liquidität soll — nach der Ansicht Keynes' – daraus resultieren, daß die Alternative des Erwerbs eines „Schuldscheines" infolge der Ungewißheit über den künftigen Verlauf des Zinsfußes Unsicherheit hinsichtlich des künftigen Barwertes des Vermögens in sich schließt und damit die Möglichkeit eines Verlustes in Rechnung gezogen werden muß; die aus diesem Grunde bestehende „Hortneigung" kann — nach der Ansicht Keynes' — nur durch eine Prämie, die gegen das Risiko versichert, überwunden werden: diese Prämie soll der Zins sein. Die Unsicherheit über den künftigen Verlauf des Zinsfußes und die daraus resultierende Abneigung, die Bar-Liquidität aufzugeben, erscheint damit als die Ursache, warum der Besitzer von Vermögen für die Aufgabe der Liquidität einen Zins verlangt.

Die Keynes'sche Zinstheorie stellt sich damit als eine Risikotheorie des Zinses dar: der („reine") Leihzins werde gefordert, weil mit dem Erwerb eines Schuldscheines ein Risiko eingegangen werde. Damit fällt für Keynes die strenge theoretische Grenze zwischen Rohzins und Reinzins: beide haben — nach Keynes — ihren Entstehungsgrund in einem Risikosachverhalt: die in dem tatsächlichen Zinsbetrag enthaltene Risikoprämie, die zusammen mit dem „reinen" Zins den Rohzins ergibt, fordert der Vermögensbesitzer, weil

596) vgl. oben, I. Kapitel, 2. Abschnitt.
597) vgl. oben, I. Kap., 2. Abschnitt.
598) vgl. oben, I. Kap., 2. Abschnitt.
599) vgl. oben S. 70 ff.

er das Risiko eingeht, das gegebene Darlehen am vereinbarten Termin der Rückzahlung nicht oder nicht in voller Höhe rückerstattet zu erhalten; analog soll — nach Keynes — für die Uebernahme des Risikos, daß der Kapitalwert der Anlage sich infolge Zinssteigerung entwerten könnte, eine weitere Prämie gefordert werden, die den sog. „reinen" Zins ausmacht. Keynes sagt ausdrücklich, daß der „reine" Zins die Kompensation dieses Risikos sei, „genau wie die Verdienstsätze auf Anleihen oder Investitionen von verschiedenen Risikenklassen ganz richtig als die Belohnung nicht des Wartens an sich, sondern des damit verbundenen Risikos betrachtet werden. Es gibt in Wahrheit keine scharfe Grenze zwischen diesen und dem sogenannten „reinen" Zinsfuß, da sie alle die Belohnung für das Risiko der Unsicherheit in einer oder der anderen Form sind" [600]).

Um prüfen zu können, ob das angegebene Risiko und die darauf sich gründende Liquiditätsvorliebe Ursprung des Leihzinses sein kann, muß offenbar zunächst der Zins hinweggedacht werden: wenn der angegebene Risikosachverhalt Ursprung des Leihzinses sein soll, muß dieser Risikosachverhalt logisch *vor* dem Zins liegen. Dies bedeutet; der Risikosachverhalt kann nur dann als notwendige Bedingung des geldlichen Leihzinses anerkannt werden, wenn eine Aussage gemacht werden kann, daß der Erwerb einer *unverzinslichen* Forderung auf Geld das angegebene Risiko in sich schließt. Keynes selbst entwickelt den Begriff der Liquiditätsvorliebe in der Weise, daß er die Feststellung trifft, der Besitz festverzinslicher Schuldscheine schließe das genannte Risiko in sich. Diese Feststellung ist aber wertlos für die Frage, ob die Liquiditätsvorliebe Ursache des Leihzinses sein kann: um diese Frage zu entscheiden, muß überprüft werden, wie es mit der Liquidität bzw. Illiquidität von Forderungen auf Geld *ohne* eine vorhandene Risikoprämie bestellt ist.

Scheint nicht die Fragestellung, ob der Erwerb einer unverzinslichen Forderung auf Geld das genannte Risiko in sich schließe, ein Paradoxon zu enthalten? Wie kann eine Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Zinssätze und damit eine Unsicherheit hinsichtlich des künftigen Barwertes einer Forderung auf Geld bestehen, wenn es noch gar keinen Zinsfuß gibt? Scheint nicht der Begriff der Liquiditätsvorliebe die Existenz des Zinsfußes schon vorauszusetzen?

Keynes hat die hier auftauchenden Fragen überhaupt nicht aufgeworfen, geschweige denn gelöst.

J. R. Hicks gibt eine selbständige Interpretation des Grundgedankens der Liquiditätstheorie des Zinses, die bezüglich des hier aufgeworfenen Problems interessant ist: der Autor versucht, den Risikosachverhalt, daß der Kapitalwert der Forderung auf Geld sich verringern könnte infolge einer Steigerung des Zinsfußes, unter Abstraktion von einem bestehenden Zinsfuß, d. h. unter Abstraktion von einer Risikoprämie, aufzuweisen. „If the costs of holding money can be neglected, it will always be profitable to hold money rather than lend it out, if the rate of interest is not greater than zero. Consequently the rate of interest must always be positive. In an extreme case the shortest short-term rate may perhaps be nearly zero. But if so, the long-term rate must be above it, for the long rate has to allow for the risk that the short rate may rise during the currency of the loan, and it should be observed that

600) Keynes, a. a. O. S. 152, letzter Absatz; im Original S. 182, 1. Absatz.

the short rate can only rise, it cannot fall"[601]. „It is just conceivable that people might become so used to the idea of very low short rates that they would not be much impressed by this risk; but it is very unlikely. For the short rate may rise, either because trade improves, and income expands, or because trade gets worse, and the desire for liquidity increases. I doubt whether a monetary system so elastic as to rule out both of these possibilities is really thinkable"[602]. „This does not only mean that the long rate must be a sort of average of the probable short rates over its duration, and that this average must be above the current short rate. There is also the more important risk to be considered, that the lender on long term may desire to have cash before the agreed date of repayment, and then, if the short rate has risen meanwhile, he may be involved in a substantial capital loss"[603] [604]

Wenn wir die Komplikation, die dadurch entsteht, daß Hicks mit zwei Zinssätzen, dem Satz für Darlehen kurzer Fälligkeit und dem Satz für Darlehen längerer und langer Fälligkeit, operiert, ausschalten, hat die Argumentation Hicks in Bezug auf das hier in Frage stehende Problem folgenden Sinn: für die Hingabe eines Darlehens muß in jedem Fall die Gegenleistung mehr betragen, als die bloße Rückerstattung der Kapitalsumme: denn infolge der technischen und institutionellen Natur des Geldes, keine Durchhaltekosten zu verursachen, besteht kein Zwang, Vermögen auszuleihen: da die Einkommen in Geld erzielt werden, ist die Hortung der überschüssigen Einkommensteile das Naheliegende, es sei denn, daß die Alternative des Erwerbs einer Forderung auf Geld mit einem Sondervorteil ausgestattet wird, der einen Anreiz bietet, diese Alternative zu wählen. Wenn diese Prämie in Prozenten der Kapitalsumme ausgedrückt ist, handelt es sich um einen „Zins". Der Vermögensbesitzer, der eine Ausleihung seines Vermögens zu diesem Satz erwägt, soll nun — so geht die Argumentation J. R. Hicks' weiter — Gefahr laufen, daß während der Laufzeit des Darlehens der Zinsfuß über dieses Minimum steigt und damit ein Kapitalverlust eintritt. Die umgekehrte Möglichkeit, daß der Zinsfuß sinkt, soll ex hypothesi ausgeschlossen sein, da ja von dem Minimalsatz, der gerade noch einen Anreiz, Darlehen zu geben, bietet, ausgegangen wurde. In Anbetracht dieses Risikos des Kapitalverlustes müsse — so glaubt Hicks — für die Aufgabe der Liquidität eine Prämie verlangt werden, die den Mindestsatz des „Zinses" übersteigt um den Durchschnitt aller antizipierten künftigen Differenzen zwischen dem „Minimum" und dem tatsächlichen Satz an künftigen Zeitpunkten.

Mit dieser Argumentation Hicks' wäre gezeigt, daß die Liquiditätsvorliebe logisch v o r dem Zins liegen und mithin Wurzel des Leihzinses sein könne: Liquiditätsvorliebe bestünde, bevor es überhaupt einen Zins im eigentlichen Sinne des Wortes gibt.

Dieser Argumentation haften verschiedene Mängel an: der eine Mangel ist die Unbestimmtheit dessen, was als Minimum, das gerade noch einen

601) J. R. Hicks: Mr. Keynes and the Classics, a. a. O. S. 154 (unten), 155.

602) a. a. O. S. 155, Anmerkung 6.

603) a. a. O. S. 155.

604) Es sei hier bemerkt, daß Hicks feststellt, die Möglichkeit eines Kapitalverlustes verursache die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv, die Möglichkeit einer eventuellen vorzeitigen Liquidierung der Anlage, wenn auch zum vollen Barwert, verursache die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv (vgl. a. a. O. S. 155 und Anmerkung 7); diese Interpretation entfernt sich aber weit von dem, was Keynes als Liquiditätsvorliebe aus den beiden Beweggründen definiert hat.

Anreiz bieten soll, nicht die zunächst naheliegende Möglichkeit der Hortung zu wählen, zu gelten hätte: eine Prämie, die eine bestimmte Gruppe von Wirtschaftssubjekten in einem bestimmten Zeitpunkt gerade noch zur Hingabe eines Darlehens veranlassen würde, (wenn das Risiko eines Kapitalverlustes infolge Zinssteigerung nicht in Erwägung gezogen werden müßte[605])), könnte in einem späteren Zeitpunkt den Vermögensbesitzern nicht mehr als ausreichend erscheinen, oder sie könnte für mehr als ausreichend erachtet werden. Denn dieses Minimum müßte sich offenbar danach bestimmen, wie die fraglichen Wirtschaftssubjekte die „Unmuße", sich um eine Anlage ihres Vermögens zu kümmern, bzw. die Anlage wieder in Bargeld umzuwandeln, einschätzen, und diese Einschätzung könnte eine verschiedene sein, je nachdem es sich um verschiedene Wirtschaftssubjekte handelt, oder um verschiedene wirtschaftliche Situationen, in denen sich die fraglichen Wirtschaftssubjekte befinden. Ein „Minimum", das heute den heute relevanten Individuen als gerade die „Unmuße" der Anlage „lohnend" erschiene, könnte in einem späteren Zeitpunkt den relevanten Individuen als vollkommen „ungenügend" erscheinen; ebenso wie es möglich wäre, daß in einem späteren Zeitpunkt die relevanten Individuen die „Unmuße" geringer einschätzen und deshalb schon bei einem geringeren „Minimum" ihr Vermögen anlegen würden. Das „Minimum", das den Vermögensbesitzern die Anlage anziehender machen soll, als die Alternative der einfachen Hortung, stünde also objektiv überhaupt nicht fest, und damit wäre die Möglichkeit einzuräumen, daß das „Minimum" an künftigen Zeitpunkten nicht nur höher, sondern auch niedriger sein könnte. Es bestünden also grundsätzlich die beiden Möglichkeiten[606]).

Der andere Mangel ist folgender: woher soll in einer Wirtschaft, in der es bislang noch keinen Marktzinsfuß im Sinne eines veränderlichen Marktpreises gibt — und wir müssen insoweit unterstellen, daß es noch keinen Zins im eigentlichen Sinne des Wortes gibt; denn sonst würde ja in den Ueberlegungen, die dartun sollen, warum es einen Leihzinsfuß gibt, bereits das Bestehen eines Leihzinses vorausgesetzt und man beginge insoweit eine petitio principii —, den Vermögensbesitzern die Kalkulation kommen, der Zinsfuß könne über das „Minimum" steigen, einerseits „because trade improves and income expands", andererseits, „because trade gets worse, and the desire for liquidity increases?" Setzt nicht die Ueberlegung, der Zinsfuß könne steigen und daraus ein Risiko resultieren, voraus, daß schon eine derartige Erfahrung gemacht wurde? Ohne Zweifel muß, damit in der Vorstellungswelt der Wirtschaftssubjekte überhaupt derartige Erwägungen auftauchen können, der Zins im Sinne eines Preises (eines Monopol- oder eines Konkurrenzpreises) schon bestehen und es müssen schon Erfahrungen

605) Das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit oder -unwilligkeit des Schuldners schaltet Keynes ausdrücklich aus; vgl. Keynes, Allgemeine Theorie S. 141 (unten). Infolgedessen abstrahieren auch die obigen Ausführungen von diesem Risiko; selbstverständlich ist eine solche Abstraktion willkürlich, denn es gibt in der Wirklichkeit keine, hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit des Schuldners absolut sichere Anleihe.

606) Dieser Gedankengang wird uns weiter unten noch beschäftigen; vgl. unten S. 177 ff.

607) Setzt man den Fall, es werde tatsächlich von Individuen einer Wirtschaftsgesellschaft, in der noch kein Zins besteht, eine derartige Risikokalkulation angestellt und eine, dieses Risiko deckende Prämie für die Aufgabe der Liquidität gefordert, vom Vertragspartner aber nicht bewilligt, so zeigt sich das paradoxe Resultat, daß mangels irgendwelcher bestehender Kreditverhältnisse gar nicht geprüft werden kann, ob und inwieweit Geld, im Vergleich zu Schuldscheinen, liquid ist, d. h. ob und inwieweit den Schuldscheinen das fragliche Risiko anhaftet.

gemacht worden sein von Veränderungen dieses Preises. Bei Individuen eines Wirtschaftssystems, das bislang noch keinen Zins als Preis und damit auch keine Schwankungen in seiner jeweiligen Höhe kennt, sondern lediglich eine (angeblich) unabdingbare „Mindestprämie", Erwägungen über künftig mögliche Erhöhungen dieses Satzes und deren Rückwirkungen auf den Barwert laufender, nur zum Minimalsatz „verzinslicher" Darlehen — also Erwägungen über den Zins als Preistatbestand — vorauszusetzen, hieße derartige Risikokalkulationen als „deus ex machina" in die Analyse einführen.

Erwägungen hinsichtlich des künftigen Standes des Zinsfußes und hinsichtlich des daraus resultierenden Risikos eines Kapitalverlustes infolge Zinssteigerung setzen das Bestehen eines Zinses und die Erfahrung von Veränderungen in der jeweiligen Höhe des Zinsfußes voraus: derartige Erwägungen sind aus den Erfahrungstatsachen abgezogene Urteile des denkenden und die empirischen Fakten auswertenden Menschen, und keine aprioristische Kategorie. Was Keynes als Liquiditätsvorliebe (aus dem Vorsichtsmotiv) umschreibt, kann nur die Reaktionsweise des Individuums auf die empirische Erfahrung von Veränderungen des Zinspreises sein[607]).

Es kann also nicht gesagt werden: weil es Liquiditätsvorliebe (im Sinne Keynes') gibt, deshalb gibt es einen Zins; oder: der Leihzins entsteht deshalb, weil der Gläubiger das Risiko eines Kapitalverlustes infolge Zinssteigerung eingeht.

Keynes' Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv[608]) kann nicht den Ursprung des Leihzinses darstellen.

2. Gibt es eine generelle Bevorzugung der Liquidität?

Vorstellungen von möglichen, aber nicht errechenbaren Minderungen des Kapitalwertes laufender, festverzinslicher Forderungen durch Zinssteigerung können anscheinend nur gefaßt werden von Individuen einer Wirtschaftsgesellschaft, in der es (Leih-) Zins als regelmäßig fließendes, arbeitsloses Besitzeinkommen gibt und damit relativ ausgebildete Kredittatbestände: nur in einem derartigen Wirtschaftssystem kann das Bewußtsein derartiger Risiken und das Bestreben, ihnen zu entgehen, auftreten. Es fragt sich, in welchem Ausmaß dieses Risiko besteht, wie es von den beteiligten Wirtschaftssubjekten eingeschätzt wird und ob daraus eine grundsätzliche Bevorzugung von Bargeld als Vermögensträger, also eine Liquiditätsvorliebe, resultiert. Ohne Zweifel ist die Feststellung Keynes', es bestehe objektiv immer die Möglichkeit, daß der Zinsfuß in einem späteren Zeitpunkt höher ist, richtig: denn die Zukunft und der zukünftige Stand des Zinsfußes sind ungewiß und nicht errechenbar. Diese Ungewißheit soll — nach Keynes — begründen, daß immer mit der Möglichkeit eines Kapitalverlustes gerechnet werden muß, also grundsätzlich ein derartiges Verlustrisiko besteht[609]).

608) Es kommt ja insoweit nur d i e s e Liquiditätsvorliebe in Betracht; vgl. oben S. 170.

609) Der Verlust ist ein tatsächlich greifbarer, wenn der Besitzer des festverzinslichen Schuldscheines gezwungen ist, die Anlage in einem Zeitpunkt, in dem der Marktzinsfuß höher ist, als er im Zeitpunkt des Erwerbs der Forderung war, zu liquideren. In Abwesenheit der Notwendigkeit, das Wertpapier in Bargeld umzuwandeln, ist der Verlust ein buchmäßiger, d. h. der Zinsbetrag, den man laufend bezieht, ergibt, zum Marktzins kapitalisiert, eine geringere Kapitalsumme.

Es könnte zunächst eingewendet werden, Keynes habe diese Verlustmöglichkeit und die wertmäßige Einstellung des Vermögensbesitzers gegenüber diesem Risikosachverhalt zu hoch veranschlagt. Es könnte daran gedacht werden, daß eine große Gruppe von Vermögensbesitzern Vermögen in festverzinslichen Wertpapieren anlegt zu dem Zwecke, sich eine (relativ) sichere, ständig fließende Einnahmequelle bestimmter Höhe zu verschaffen; diese Kategorie von Vermögensbesitzern läßt die Tatsache, daß objektiv immer die Möglichkeit eines (wenn auch nur buchmäßigen) Kapitalverlustes besteht, verhältnismäßig gleichgültig, da sie interessiert sind an dem ununterbrochenen tatsächlichen Zinsbezug und den Fall, daß sie eines Tages gezwungen sein könnten, ihr Vermögen zu einem ungünstigen Kurs zu versilbern, gar nicht ins Auge fassen. Sofern es sich um Wertpapiere handelt, die einen bestimmten Fälligkeitstermin und eine Einlösung zum Nennwert aufweisen, verstärkt wohl diese Tatsache noch die Unempfindlichkeit der genannten Gruppe von Vermögensbesitzern gegenüber eventuellen Veränderungen am Kurswert des Vermögens [610]).

Diesen Einwand gegen Keynes' Behauptung, es bestünde eine generelle Liquiditätsvorliebe — den Einwand, die genannte Verlustmöglichkeit trete überhaupt nicht wesentlich in den Vorstellungskreis einer bestimmten Gruppe von Vermögensbesitzern und könne mithin auch nicht motivierend für deren Verhalten sein — macht z. B. Egle geltend: „Es gibt in jedem Land eine breite Masse von Sparern, auf die folgende Merkmale zutreffen: eine sowohl auf eigener Einstellung, als auch auf Erziehung und Propaganda basierte Vorliebe für das „sichere", wenn auch niedrig verzinsliche Wertpapier; ferner eine starke Unempfindlichkeit gegen die laufenden Schwankungen der Wertpapierpreise an der Börse (entscheidend für diesen nicht spekulierenden Typus ist der Auszahlungswert des Papieres am Fälligkeitstermin, nicht aber der laufende Börsenwert); endlich eine ausgesprochene Abneigung gegen tote Barmittel" [611]).

Es könnte ferner darauf hingewiesen werden — J. Viner hat in seiner Keynes-Kritik darauf hingewiesen — [612]), daß Keynes den fraglichen Vermögensverlust, mit dem — wie Keynes glaubt — immer gerechnet werden müsse, quantitativ überschätzt habe. Keynes sagt: „Wenn .... der Zinsfuß bereits auf dem niedrigen Stand von 2 % ist, wird das laufende Erträgnis lediglich eine Steigerung in ihm von nur 0,04 % im Jahr aufheben" [613]). Keynes will damit sagen, die Zinsen einer 2 %igen Anleihe würden gerade noch den Verlust kompensieren, den der Besitzer erleiden müsse, wenn er die, beispielsweise, zum Nennwert erworbene Anleihe nach Jahresfrist verkaufen müsse und der Marktzinsfuß mittlerweile auf 2,04 % gestiegen sei: denn die fragliche Steigerung des Marktzinsfußes bedeute eine Senkung des Kurses des betreffenden Wertpapieres von, beispielsweise, 100 auf 98. Diese Feststellung ist richtig, wenn es sich um „loans of indefinite duration" handelt; sie bedarf aber einer Modifikation, wenn die realen Verhältnisse der Wirklichkeit nahelegen, auch Anleihetypen in die Betrachtung einzuschließen, die mit der Bedingung der Rückzahlung, bzw. Einlösung

---

610) Es muß jedoch beachtet werden, daß Keynes abstellt auf „loans of indefinite duration" wie J. R. Hicks (Mr. Keynes and the Classics; S. 155) sagt, d. h. auf Wertpapiere, bei denen es keine Einlösung oder Rückzahlung gibt.

611) W. Egle: a. a. O S. 28.

612) J. Viner: Mr. Keynes on the Causes of Unemployment; S. 153 (unten), 154 (oben).

613) Keynes, a. a. O. S. 169 (unten); im Original S. 202, 1. Absatz.

zum Nennwert, ausgestattet sind: bei diesen Anleihetypen bedeutet eine Erhöhung des Marktzinsfußes von dem angegebenen Ausmaß lediglich eine geringere Kurssenkung, da jede Kurssenkung unter den Nennwert dem derzeitigen Erwerber einen „Einlösungsgewinn“ (größer oder geringer — je nach der Länge der Zeitspanne zwischen diesem Zeitpunkt und dem Fälligkeitstermin) bietet und „Einlösungsgewinn“ plus Rendite im Gleichgewicht dem Marktzinsfuß gleichkommen müssen. Der Börsen- bzw. Liquidationswert eines in derartigen Wertpapieren angelegten Vermögens würde also angesichts des Steigens des Marktzinsfußes nicht in dem Ausmaße sinken, das Keynes unterstellt: der in Rechnung zu ziehende Verlust wäre etwas geringer.

Folgende Ueberlegung könnte dazu führen, das fragliche Risiko auch in anderer Hinsicht geringer zu veranschlagen, als Keynes es tut: der Vermögensbesitzer, der heute ein festverzinsliches Wertpapier erwirbt, beabsichtigt, es auf längere Zeitdauer in Besitz zu behalten; da aber in längeren Zeiträumen erfahrungsgemäß mehrere gegenläufige Bewegungen des Kursstandes, bzw. des Marktzinsfußes, zu verzeichnen sind, besteht immerhin die Möglichkeit, daß, falls sich die Notwendigkeit ergeben sollte, das Wertpapier abzustoßen, der Verkauf auf einen Zeitpunkt der generellen Senkung des Marktzinsfußes fällt und damit ein realer Verlust nicht eintritt. Mehrere gegenläufige Bewegungen des Marktzinsfußes innerhalb des Zeitraumes des Besitzes des festverzinslichen Wertpapieres würden bedeuten, daß nur innerhalb einer gewissen Zeitspanne ein buchmäßiger Verlust aus der Steigerung des Marktzinsfußes erwächst, daß also der buchmäßige Kapitalverlust kein endgültiger ist. Es könnte gefolgert werden, daß der Vermögensbesitzer in Anbetracht dieses Sachverhaltes das fragliche Risiko geringer bewertet.

Schließlich wäre noch an die Möglichkeit eines gewissen Risikoausgleiches zu denken, sofern es sich um die konjunkturellen Bewegungen des Marktzinsfußes, wie er durch den jeweiligen Kursstand der festverzinslichen Wertpapiere größtmöglicher Sicherheit angezeigt wird, handelt. Da etwa vom Beginn bis zum Ende der Hochkonjunktur die Kurse von Renten und die Kurse von Dividendenpapieren sich divergent entwickeln[614]), kann, unter Umständen, bei einer entsprechenden Verteilung des anzulegenden Vermögens zwischen Aktien u. ä. und festverzinslichen Wertpapieren dem Verlust aus der Liquidierung der letzteren ein Kursgewinn bei den ersteren gegenübergestellt werden.

Mit allen diesen oben ausgeführten Argumenten könnte nicht geleugnet werden, daß die Möglichkeit eines Vermögensverlustes besteht; es könnte lediglich behauptet werden, der mögliche Verlust sei geringer als Keynes angenommen hat, bzw. die Vermögensbesitzer seien von der in einem gewissen Ausmaß bestehenden Verlustmöglichkeit nicht in dem Ausmaß beeindruckt, wie Keynes glaubt.

614) Zu der Frage der divergenten Entwicklung der Aktien- und der Rentenkurse vergleiche die folgende Abhandlung über das Problem der Liquidität: A. M. Neumann: The Doctrine of Liquidity, in: Review of Economic Studies, Vol. III, No. 2, S. 81—99, insbesondere S. 95: „As the boom develops all kinds of short-dated assets, fixed interest bearing securities, Government loans, etc. tend to become relatively less liquid than equities, shares, investment in fixed plants, etc. On the other hand, during the downward swing the former become more liquid.“

Muß daraus geschlossen werden, es bestehe in der gegenwärtigen, kapitalistischen Wirtschaft eine Liquiditätsvorliebe, d. h. eine allgemeine Bevorzugung des Bargeldes als Vermögensträger (die je nach der Höhe des Marktzinsfußes zu verschieden hohen faktischen Hortbeständen führe), da die Hortung des Vermögens das genannte Risiko ausschließe, Bargeld also eine Liquiditätsprämie aufweise? Die Liquiditätsvorliebe, wie sie Keynes definiert, soll bedingt sein durch die Tatsache der Ungewißheit hinsichtlich des künftigen Standes des Marktzinsfußes: die Liquiditätsvorliebe soll resultieren nicht aus einer Wahrscheinlichkeit, daß der Marktzinsfuß steige, sondern aus der objektiven Möglichkeit, daß der Marktzinsfuß steigen könne; nicht die Erwartung, d. h. eine mehr oder minder sichere Ueberzeugung, der Zinsfuß werde wahrscheinlich steigen, macht Keynes verantwortlich für das Phänomen der Liquiditätsvorliebe[615]) — in diesem Falle könnte die fragliche Liquiditätsvorliebe von vornherein kein generelles Phänomen sein: denn eine Liquiditätsvorliebe bestünde, wenn Zinssteigerung erwartet wird, und eine Liquiditätsvorliebe bestünde nicht, wenn Zinssenkung erwartet wird[616]) — sondern die Tatsache, daß es vollkommene Voraussicht des künftigen Standes des Zinsfußes nicht gibt, weshalb immer die theoretische Möglichkeit bestehe, daß der künftige Zinsfuß höher sei als der gegenwärtige und mit dieser Möglichkeit auch gerechnet werden müsse.

Zur Beurteilung der Keynes'schen Argumentation muß folgendes in Erwägung gezogen werden: wenn Keynes sagt, die unvollkommene Voraussicht der künftigen Zinssätze bedeute, daß immer die (theoretische) Möglichkeit bestehe, der Zinsfuß könne steigen — so kann man ebensogut sagen, die unvollkomene Voraussicht der künftigen Zinssätze bedeute, daß immer die (theoretische) Möglichkeit bestehe, der Zinsfuß könne sinken. Es müßte also stets nicht nur mit der (teoretischen) Möglichkeit eines Steigens des Zinsfußes gerechnet werden, sondern gleichermaßen mit den Möglichkeiten eines Sinkens. Die Unsicherheit über die künftige Höhe des Zinsfußes würde für den Besitzer festverzinslicher Wertpapiere ein Verlustrisiko und eine Gewinnchance bedingen.

Es erscheint mithin fraglich, ob die objektiv immer bestehende Ungewißheit über den künftigen Stand des Zinsfußes eine grundsätzliche potentielle Bevorzugung des Bargeldes als Vermögensträger verursachen kann. Wer Vermögen in festverzinslichen Werten anlegt, sichert sich eine Einnahmequelle, läuft aber Gefahr, daß der Barwert seines Vermögens sich verringert; wer Vermögen in Bargeld hortet, hat vollkommene Gewißheit hinsichtlich des Barwertes seines Vermögens an allen künftigen Zeitpunkten, läuft aber Gefahr, daß seine Vorsichtsmaßnahme nicht erforderlich war, (weil gemäß der tatsächlichen Entwicklung auch die Anlage des Vermögens in festverzinslichen Werten den vollen Barwert des Vermögens verbürgt hätte), und daß seine Vorsichtsmaßnahme ihm einen Gewinn an Barwert seines Vermögens entgehen läßt. Wenn die Anlage des Vermögens in festverzinslichen Werten das Risiko eines Kapitalverlustes einschließt, so schließt die Hortung des Vermögens das Risiko eines lucrum cessans auf der Kapitalseite ein.

615) Es handelt sich immer um die Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv.

616) Dies gilt — wie wir oben gezeigt haben — für die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv; vgl. oben S. 74.

A. Amonn bringt den gleichen grundsätzlichen Einwand gegen den Versuch Keynes', eine grundsätzliche potentielle Bevorzugung der Barliquidität zu statuieren, mit folgenden Worten: „Was Keynes aber übersieht, ist, daß jenem Verlustrisiko eine genau gleiche Gewinnchance[617]) gegenübersteht, so daß es für den Verzicht auf Liquidität keiner besonderen Vergütung bedarf“[618]).

Man kann sagen, daß Keynes außer acht gelassen hat, daß die objektive Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze die Alternative des Hortens mit dem Resiko eines lucrum cessans ausstattet und die Alternative der Anlage mit einer Gewinnchance. Keynes hat übersehen, daß den Vorteilen der Hortung ein Negativum gegenübersteht und den Nachteilen der Illiquidität ein Positivum.

Wenn Keynes' sagt, der reine Zins sei die Belohnung für die Uebernahme des Risikos eines Verlustes am Barwert des Vermögens, genau wie der rohe Zins, die „rohe“ Risikoprämie, mit der Anleihen verschiedener Risikoklassen ausgestattet sind, das Risiko der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners vergüte, muß beachtet werden, daß die Analogie keine vollständige ist. Die Risikokalkulation hinsichtlich der Rückzahlung des Darlehens umfaßt die folgenden möglichen Fälle: entweder volle Rückerstattung des Kapitales oder Zahlungsausfall bis zu einem mehr oder minder hohen Grad; die Risikokalkulation hinsichtlich des künftigen Barwertes der erworbenen Forderung, der ja ein Reflex der künftigen Höhe des Marktzinsfußes im Vergleich zu der Höhe der Nominalverzinsung ist, umfaßt die folgenden möglichen Fälle: entweder der volle Barwert an einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt, oder ein geringerer Barwert, oder mehr als der volle Barwert des Vermögens. Aus der Tatsache der Ungewißheit an sich resultiert also keine grundsätzliche Vorliebe für die Barliquidität und keine grundsätzliche Abneigung gegen die Aufgabe der Barliquidität. Ein generelles Phänomen der Liquiditätsvorliebe, das begründet wäre durch die unvollkommene Voraussicht der an zukünftigen Zeitpunkten geltenden Marktzinssätze, gibt es nicht. Eine Bevorzugung der Liquidität aus dem Beweggrund heraus, Verlusten am Barwert des Vermögens zu entgehen, gibt es erst, wenn die Wirtschaftssubjekte der Ueberzeugung sind, die Wahrscheinlichkeit spreche mehr für eine Erhöhung, als für eine Senkung des Marktzinsfußes, es könne mithin mit größerer Sicherheit ein Verlust erwartet werden, als ein Gewinn am Barwert des Vermögens. Liquiditätsvorliebe gibt es also erst dann, wenn die Tatsachen, die auf eine Erhöhung des Marktzinsfußes schließen lassen, ein größeres Gewicht haben, als die Tatsachen, die auf die umgekehrte Entwicklung schließen lassen, bzw. wenn die Wirtschaftssubjekte aus einer bestimmten allgemein wirtschaftlichen Tatsachenkonstellation eine derartige Schlußfolgerung ziehen, oder vielleicht rein stimmungsmäßig geneigt sind, eher mit einer Erhöhung, als mit einer Senkung des Marktzinsfußes zu rechnen. Die, rational oder irrational begründete, bewußte oder unbewußte Erwartung, der Zinsfuß werde wahrscheinlich steigen, erscheint in der Allgemeinen Theorie als steigende, bzw. gestiegene Liquiditätsvorliebe; man muß jedoch sagen, daß diese Erwartung und die durch sie motivierte Verhaltensweise die einzige Liquiditätsvorliebe darstellt, die es überhaupt gibt. Nicht die objektive Ungewißheit hinsichtlich des künftigen

617) Sperrung bei A. Amonn.
618) A. Amonn, a. a. O. S. 149.

Standes des Zinsfußes, sondern die mehr oder minder große subjektive Gewißheit, der Zinsfuß werde wahrscheinlich steigen, begründet eine Liquiditätsvorliebe.

Da aber nicht ausgesagt werden kann, es bestehe immer die Erwartung, der Zinsfuß werde an künftigen Zeitpunkten höher sein, als er gegenwärtig ist, muß der Schluß gezogen werden, daß Liquiditätsvorliebe kein generelles Phänomen des von Keynes betrachteten Wirtschaftssystems ist, sondern ein Sonderphänomen bestimmter Phasen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, bzw. bestimmter Abschnitte in den, konjunkturellen und außerkonjunkturellen, Bewegungsvorgängen der Wirtschaft.

Wir schließen uns damit dem Urteil jener Autoren an, die in der Liquiditätsvorliebe Keynes', bzw. in dem von ihm statuierten Liquiditätsstreben, lediglich ein für die Zeiten der konjunkturellen oder außerkonjunkturellen Depression zutreffendes Sonderphänomen erblicken [619]). „Für normale Verhältnisse" — so stellt A. Amonn fest — „wird die Bedeutung des Liquiditätsstrebens in der Volkswirtschaft von Keynes wohl stark überschätzt" [620]). In gleichem Sinne eine andere kritische Stimme zur Allgemeinen Theorie: „Jedoch kann die Liquiditätsvorliebe, in die bei Keynes die Einschätzung der Zukunft mit eingeht, kaum den geeigneten Ausgangs- oder Angelpunkt einer allgemeinen Zinslehre bilden. Die Neigung zum Horten ist eine Krisenerscheinung, die am Ende der Hochkonjunktur auftritt und bis in die Depression wirksam bleibt . . . . Das Streben nach Barliquidität ist also bewirkt durch konjunkturelle Vorgänge . . . . Losgelöst von dieser Sondersituation gibt es kein „normales" Bedürfnis nach Barvorräten . . . ."; die „Setzung der „liquidity-preference"" — so urteilt der angeführte Autor abschließend, — sei die „unbegründete Generalisierung eines konjunkturellen Sonderphänomens" [621]) [622]).

Wir fällen somit über den Keynes'schen Begriff der Liquiditätsvorliebe aus dem Vorsichtsmotiv das gleiche Urteil, das wir über die Liquiditätsvorliebe aus dem Spekulationsmotiv gefällt haben: sowohl die erste als auch die letzte können und werden häufig vorliegen in dem von Keynes betrachteten Wirtschaftssystem, aber sie liegen nicht immer und nicht grundsätzlich vor: denn für beide ist die notwendige Bedingung nicht die objektive Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze an sich, sondern die vorherrschende Meinung, der Zinsfuß werde eher steigen als fallen.

Es kann mithin keine Rede davon sein, einer bestimmten, betrachteten Volkswirtschaft käme eine Liquiditätsvorliebe bestimmter Höhe zu und aus diesem Grunde sei ein Zinsfuß bestimmter Höhe generell erforderlich, um die gegebene Liquiditätsvorliebe zu befriedigen. Denn die Liquiditätsvorliebe ist kein absolutes, allgemein gültiges Phänomen, sondern tritt von Fall zu Fall auf in bestimmten konkreten wirtschaftlichen Situationen.

619) So z. B. D. H. Robertson (Some Notes on Mr. Keynes' General Theory; S. 189, 3. Absatz), J. Viner (Mr. Keynes on the Causes of Unemployment; S. 152 ff.). A. W. Jöhr („Verbrauchsneigung" und „Liquiditätsvorliebe"; S. 656), auch Ad. Weber (Der neue Keynes; S. 285/286).

620) A. Amonn, a. a. O. S. 149.

621) E. Baumann: Keynes' Revision der liberalistischen Nationalökonomie, in: Zeitschrift f. Sozialforschung, Jahrgang V, No. 3, S. 384—403; S. 397/398.

622) Wir schließen uns zunächst dem Urteil der genannten Autoren nur insoweit an, als diese in der Vorliebe für Bargeld keine allgemeine Erscheinung der liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft erblicken. Zu der Frage, ob das Sonderphänomen Liquiditätsvorliebe als das Bedingende oder als das Bedingte angesehen werden muß, vgl. unten S. 182 ff.

Da also die Bevorzugung der Liquidität nur ein begrenztes Sonderphänomen ist, der Zins aber eine allgemeine Kategorie der liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft, ergibt sich, daß das Phänomen der Liquiditätsvorliebe nicht in funktionellem Zusammenhang stehen kann mit der Existenz des Zinsfußes an sich, sondern höchstens mit Veränderungen eines gegebenen, aus anderen Gründen bestehenden Zinsfußes. Es ist richtig und unbestreitbar, daß das Ueberwiegen der Erwartung, der Zinsfuß werde wahrscheinlich steigen, — diese Erwartung ist eben die Liquiditätsvorliebe — durch die entsprechend dieser Erwartung vorgenommenen Handlungen der Wirtschaftssubjekte den Marktzinsfuß tatsächlich erhöht, genau wie ein Ueberwiegen der Erwartung, der Zinsfuß werde wahrscheinlich sinken — unter dieser Voraussetzung besteht nicht, wie Keynes glaubt, eine gesunkene Liquiditätsvorliebe, sondern überhaupt keine, bzw. das Gegenteil einer Liquiditätsvorliebe — den Marktzinsfuß tasächlich senkt. Daß der zinstheoretische Wert des Begriffes der Liquiditätsvorliebe seinem Wesen nach nur darin bestehen kann, Veränderungen im bestehenden Zinsfuß zu erklären, kommt in folgender Stellungnahme D. H. Robertsons zum Ausdruck: „Thus the rate of interest is what it is because it is expected to become other than it is; if it is not expected to become other than it is, there is nothing left to tell us why it is what it is"[623])[624]).

Keynes' theoretisch und praktisch bedeutsame Schlußfolgerung, der Marktzinsfuß müsse stets eine bestimmte Höhe aufweisen, weil er eine Kompensation bieten müsse für das Risiko des Kapitalverlustes infolge Zinssteigerung, — ein niedriger Zinsfuß sei deshalb nicht möglich, weil er keine ausreichende Vergütung für das übernommene Risiko biete —, kann somit nicht als unanfechtbar anerkannt werden.

Wenn Keynes sagt: „Wenn der Zinsfuß bereits auf dem niedrigen Stand von 2 % ist, wird das laufende Erträgnis lediglich eine Steigerung in ihm von nur 0,04 % im Jahr aufheben. Dies ist in der Tat vielleicht das Haupthindernis gegen eine Senkung im Zinsfuß auf ein sehr niedriges Niveau. Sofern nicht angenommen wird, daß Gründe bestehen für eine große Abweichung der zukünftigen Erfahrung von der vergangenen, läßt ein langfristiger Zinsfuß von sagen wir 2 % mehr zu fürchten als zu hoffen, und bietet gleichzeitig ein laufendes Erträgnis, das gerade genügt, um einen sehr geringen Grad von Furcht aufzuheben"[625]), ist seine Argumentation insoweit anfechtbar, als behauptet wird, der Zinsfuß müsse generell gegen das aus der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Zinssätze resultierende Risiko versichern: denn für die bloße Ungewißheit an sich bedürfte es keiner Entschädigung, da dem „Risiko" eine Gewinn-Chance gegenübersteht: Die Ungewißheit an sich kann weder einen Zinsfuß überhaupt, noch eine bestimmte Höhe des Zinsfußes bedingen.

Richtig an der angeführten Argumentation Keynes' ist, daß, sofern allgemein ein tiefer Stand des Zinsfußes als nicht von erheblicher Dauer erachtet wird, diese Ueberzeugung — und diese Ueberzeugung stellt Liquiditätsvorliebe dar — bewirkt, daß der langfristige Zinsfuß nicht auf dem tiefen Stand bleiben kann. Es könnte richtig sein, daß, wenn der Zinsfuß vorübergehend einen sehr tiefen Stand erreicht, „fast jedermann Bargeld dem Be-

623) Sperrung vom Verfasser!
624) D. H. Robertson: Alternative Theories of the Rate of Interest; S. 433.
625) Keynes, a. a. O. S. 169/170; im Original S. 202.

sitz eines Darlehens zu einem so niedrigen Zinsfuß vorzieht“ [626]); aber nicht etwa deswegen, weil dem aus der Unsicherheit über den künftigen Zinssatz resultierenden Risiko keine ausreichende Kompensation in Gestalt eines angemessenen Zinsfußes gegenüberstünde, sondern eben deswegen, weil die Ueberzeugung besteht, der Zinsfuß könne nicht mehr unter diesen kritischen Stand sinken [627]). Diese Ueberzeugung mag sich wesentlich darauf stützen, daß — wie Keynes darlegt — wegen der „Zwischenkosten für das Zusammenbringen des Borgers und des endgültigen Leihers“ und wegen der „Zugabe für das Risiko, besonders das moralische, das der Leiher über den reinen Zinsfuß hinaus benötigt“ [628]), ein sehr niedriger Zinsfuß, etwa unter 2 %, in der modernen, liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft faktisch unmöglich wäre: technisch-institutionelle Gründe, z. B. die Tatsache der Bankspesen und der Risikoprämie der Bank für Zahlungsausfall usw., lassen es als unmöglich erscheinen, daß der Satz der gilt-edged erheblich unter 2 % sinken könnte.

Es müßte also unter Umständen damit gerechnet werden, daß eine sehr erhebliche Senkung des langfristigen Marktzinsfußes Liquiditätsvorliebe auslöst. Von diesem, für die Betrachtung der tatsächlichen Probleme der modernen liberalistisch-kapitalistischen Wirtschaft praktisch unerheblichen Sonderfall abgesehen, kann bei jeder Höhe des Zinsfußes die allgemeine Ueberzeugung dahin gehen, daß der Zinsfuß wahrscheinlich steigen, oder dahin, daß der Zinsfuß wahrscheinlich sinken werde, es kann aber auch sein, daß allgemein eine relative Konstanz des Marktzinsfußes erwartet wird.

Wenn die allgemeine Erwartung über den voraussichtlichen künftigen Stand des Marktzinsfußes von ausschlaggebender Bedeutung ist dafür, welcher Stand des Zinsfußes tatsächlich in dem entsprechenden künftigen Zeitpunkt erreicht wird, erhebt sich die Frage, ob diese allgemeine Ueberzeugung von dem wahrscheinlichen Stand des Zinsfußes an bestimmten künftigen Zeitpunkten als originäres oder als abgeleitetes Phänomen betrachtet werden muß. Ist Liquiditätsvorliebe, d. h. das Ueberwiegen der Meinung, der Zinsfuß werde steigen, eine ursprüngliche Erscheinung, die in der theoretischen Analyse als unabhängige Variable eingeführt werden kann, oder ist sie abhängig von irgendwelchen tiefer liegenden Ursachen, die erst aufgezeigt werden müßten?

Keynes scheint tatsächlich anzunehmen, daß die entsprechende Erwartung hinsichtlich des künftigen Standes des Zinsfußes etwas Primäres ist. Keynes sagt: „J e d e s Zinsniveau, das mit genügender Ueberzeugung als *voraussichtlich* [629]) dauernd angenommen wird, *wird* [629]) dauerhaft sein . . “ [630]), denn der Zinsfuß ist eine „höchst konventionelle . . . Erscheinung“ und lediglich in einer Verkennung des wahren Sachverhaltes werde „das durch Konvention geschaffene Niveau . . . als in sachlichen Gründen, die viel stärker als Konvention sind, verwurzelt angesehen“ [631]).

626) a. a. O. S. 173 (2.).

627) Die Formulierung Keynes', ein Zinsfuß von 2 % lasse „mehr zu fürchten als zu hoffen“, scheint anzudeuten, daß Keynes hier zu dem Resultat kommt, nicht die Ungewißheit über die künftigen Zinssätze, sondern die Wahrscheinlichkeit des Steigens des Zinsfußes löse die Neigung zum Horten aus.

628) Keynes, a. a.O. S. 174 (4.); im Original S. 208 (4.).

629) Kursiv bei Keynes!

630) Keynes, a. a. O. S. 171, 1. Absatz; im Original S. 203, letzter Absatz.

631) a. a. O. S. 171, 1. Absatz.

Die Feststellung, daß jede Zinshöhe, die der allgemeinen Ueberzeugung als voraussichtlich dauernd erscheint, insoweit tatsächlich von Dauer sein werde, während die Ueberzeugung, der Zinsfuß werde sich verändern, tatsächlich eine Veränderung „bewirke", ist unbestreitbar, besonders wenn gedacht wird an die spekulativen Antizipationen und die mit Rücksicht darauf getroffenen Dispositionen; aber es fragt sich, ob mit dieser Feststellung schon alles erklärt ist, bzw. ob man mit einer derartigen Erklärung bis zu den letzten aufweisbaren Ursachen vorgedrungen ist und nicht bloß an der Oberfläche der Dinge haftet.

J. A. Schumpeter bezeichnet die Liquiditätsvorliebe als „deux ex machina"[632]) und fällt über die Keynes'sche Methode, Erwartungen als letzte Bestimmungsgründe in die theoretische Analyse einzuführen, folgendes Urteil: „The emphasis on *expected*[633]) as against *actual*[633]) values is in line with modern tendencies. But expectations are not linked by Mr. Keynes to the cyclical situations that give rise to them and hence become independent variables and ultimate determinants of economic action. Such an analysis can at best yield purely formal results and never go below the surface." „An expectation acquires explanatory value only if we are made to understand, *why*[633]) people expect *what*[633]) they expect. Otherwise expectation is *a mere deus ex machina*[633]) that conceals problems instead of solving them"[634]).

In ähnlichem Sinne kritisiert W. Leontief die Keynes'sche Methode, erwartete Größen als unabhängige Daten in das theoretische System einzusetzen: wenn Keynes mit Recht feststelle, daß die (pseudo) mathematische Methode unzulässigerweise die Interdependenz und Komplexität der Wirklichkeit beiseiteschiebe, damit also so weitgehend und willkürlich die Probleme der Wirklichkeit vereinfache, daß nichts mehr erklärt werde, so falle Keynes' eigene Methode, die Erwartung als unabhängige Variable anzusetzen, unter das Verdikt ihres Schöpfers[635]) [636]).

Man fragt sich angesichts der Keynes'schen Zinstheorie: woher kommt den Wirtschaftssubjekten die veränderte Erwartung, weshalb wird allgemein

632) J. A. Schumpeter: The General Theory . . . .; S. 795 (oben).

633) Kursiv bei Schumpeter!

634) Schumpeter, a. a. O. S. 793, Anmerkung 3.

635) W. W. Leontief: The Fundamental Assumption of Mr. Keynes' Monetary Theory of Unemployment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 1, S. 192—197; S. 197. Die Kritik Keynes' an der mathematischen Methode, an die der angeführte Autor anknüpft, findet sich in der englischen Ausgabe der Allgemeinen Theorie, S. 297/298 (21. Kapitel, III).

636) Vergleiche dazu auch die auf S. 179 der Arbeit angeführte Stellungnahme E. Baumanns zum Problem der Liquiditätsvorliebe.

Zum Problem der Einführung der Erwartung in die Theorie vergleiche folgende kritische Aeußerung O. Morgensterns (Vollkommene Voraussicht und wirtschaftliches Gleichgewicht, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VI, H. 3 S. 337—357; S. 351, Anmerkung 1), die sich direkt richtet gegen G. Myrdal (Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse), aber sicherlich von allgemeiner Bedeutung ist: „Die Einführung des Erwartungsmomentes in die Theorie ist . . . . wesentlich schwieriger, als jenen Autoren klar zu sein scheint, die bereits darin einen Fortschritt der Theorie erblicken, wenn von „Erwartung" undefiniert gesprochen wird. Ich denke hier z. B. an G. Myrdal: Der Gleichgewichtsbegiff als Instrument der geldtheoretischen Analyse: Myrdal erklärt ausdrücklich, „die Antizipationen in das geldtheoretische System einfügen" zu wollen. Allerdings wird dann nicht analysiert, worin die Antizipationen bestehen, welche Bestimmungsgründe sie haben usw."

637) Wenn und soweit der Zinsfuß eine Untergrenze erreicht hat, jenseits deren ein weiteres Sinken unmöglich erscheint, weil institutionelle Faktoren der modernen kapitalistischen Wirtschaft es als unwahrscheinlich erscheinen lassen, daß das Wirtschaftssystem bei einem geringen Zinsfuß, der nur unwesentlich über Null liegt, funktionieren könnte, begründet allein diese Tatsache die Erwartung, daß der Zinsfuß unmöglich weiter sinken kann.

angenommen, der Zinsfuß werde steigen, oder er werde fallen, oder er werde sich überhaupt nicht verändern?[637]. So bedeutend die Tatsache sein mag, daß am Effektenmarkt die Erwartungen, bzw. Antizipationen des einzelnen sich orientieren an denen der Mehrzahl oder des Durchschnitts[638]) — müßte es nicht irgendeinen realen Grund geben für das Dominieren einer bestimmten Erwartung, müßte nicht eine bestimmt geartete Tatsachenkonstellation eine Erwartung in bestimmter Richtung auslösen? Man könnte der Meinung sein, daß Liquiditätsvorliebe, d. h. die vorherrschende Erwartung, der Marktzinsfuß werde steigen, die Reaktion des Effektenmarktes auf ganz bestimmte reale Sachverhalte ist. Wie wir oben[639]) gesehen haben, kann — nach der Ansicht Keynes' — der Zinsfuß steigen, wenn die aktive Zirkulation sich ausdehnt und damit der inaktiven Zirkulation Bargeld entzieht: wenn auch niemals einleuchten kann, daß der Zinsfuß etwa deswegen steigen sollte, weil infolge der Verminderung der hortbaren Geldmenge die gegebene Liquiditätsvorliebe[640]) durch eine geringere Hortmenge und deshalb durch einen höheren Zinsfuß befriedigt werden müsse, so ist sachlich doch unbestreitbar, daß eine Erhöhung des Einkommens (wie Keynes es definiert) und eine Erhöhung der Investition den Marktzinsfuß erhöhen kann durch ein Steigen des Angebotes an alten und neuen Wertpapieren. Es könnte nun daran gedacht werden, daß, sobald die ersten Anzeichen einer derartigen Bewegung auftauchen, eben dadurch Liquiditätsvorliebe, d. h. die Antizipation eines sinkenden Kursniveaus ausgelöst wird. Derart hätte diese Liquiditätsvorliebe einen realen Ursprung und wäre nicht eine rational nicht weiter ergründbare psychologische Erscheinung.

Ein weiterer möglicher Bestimmungsgrund der allgemeinen Erwartung eines steigenden Marktzinsfußes könnte der am Ende von Hochkonjunkturen, bzw. zu Beginn von konjunkturellen oder außerkonjunkturellen[641]) Krisen zu verzeichnende Sachverhalt sein, daß eine Mehrzahl von Banken infolge Verlangsamung des Kreditumschlages, Stockung der Tilgungen, Einfrieren der Kredite, Zahlungsausfall usw. gezwungen ist, ihre banktechnische „Liquidität", d. h. ihren Bestand an notalem Geld oder an Giralguthaben bei der Notenbank, zu verstärken, und zwar mittels einer erheblichen Verringerung der im Portefeuille gehaltenen Effekten[642]): das „Fingerspitzengefühl" des

638) Das Phänomen der Bildung der Marktpsychologie, bzw. einer Marktpsychose — die Tatsache, daß sich die Meinung des einen orientiert an der Erwartung des Durchschnittes oder der Mehrzahl usw., — erörtert Keynes ausführlich in dem 12. Kapitel der Allgemeinen Theorie (insbesondere unter III, S. 126 ff.).

639) vgl. das II. Kapitel des II. Teiles der Arbeit, 2. Abschnitt.

640) Der Terminus „Liquiditätsvorliebe" bedeutet hier nicht das, was er — nach der vorangegangenen Erörterung — einzig und allein bedeuten kann, sondern er steht hier einfach wie Keynes ihn im Zusammenhang der Entwicklung seiner Zinstheorie verwendet.

641) Es handelt sich nicht um die — relativ gleichgültige — Frage, ob die „Liquiditätsvorliebe" bedingenden Sachverhalte und damit „Liquiditätsvorliebe" selbst der Konjunkturtheorie zuzuordnen sind — wie z. B. Schumpeter glaubt — oder nicht.

642) Die überragende Bedeutung der Haltung der Gesamtheit oder Mehrzahl der Banken für den Kursstand der Wertpapiere steht zweifellos fest. Vergleiche folgende Aeußerung A. M. Neumanns (The Doctrine of Liquidity, a. a. O. S. 96): „When a bank finds that its distribution of assets is out of equilibrium whit its liquidity or its profitability then it must embark upon a re-arrangement of its holding of assets. It must either begin to exchange the more liquid assets for less liquid assets, or vice versa. But both these actions cannot leave the objective liquidity of these assets unaffected. The former tends to improve the general liquidity of all assets of the less liquid type, while the latter tend to diminihs their liquidity." (Unter objektiver Liquidität versteht der angeführte Autor den jeweiligen Kursstand der Wertpapiere.).

Börsenpublikums, insbesondere der Spekulation, mag die Anzeichen einer derartigen Zwangslage der Banken wittern und eben dementsprechend seine Meinung über das voraussichtliche Kursniveau bilden. Diese Meinung — und diese Meinung stellt ja das Phänomen Liquiditätsvorliebe dar — wäre dann Symptom einer Veränderung der wirtschaftlichen Gesamtlage, bzw. der konjunkturellen Wechsellagen: „Liquiditätsvorliebe" wäre Wirkung einer realeren Ursache, was nicht hindert, daß sie selbst weitestgehende Wirkungen auf den Marktzinsfuß entfaltet, derart, daß eine Veränderung des Zinsfußes nicht in einem derartigen Ausmaß, oder, unter Umständen, vielleicht überhaupt nicht eingetreten wäre, wenn nicht die allgemeine Meinung einen steigenden Zinsfuß erwartet und dementsprechend disponiert hätte [643]).

3. Bemerkungen zu der Bedingung der „Ungewißheit über die künftigen Zinssätze".

Es erscheint angebracht, kurz auf einige logisch-begriffliche Konsequenzen und Implikationen des Keynes'schen Argumentes, die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Zinssätze löse eine potientielle Bevorzugung der Liqui-

643) Es könnte hier die Frage gestellt werden, wie z. B. ein Forderungsausfall oder eine zeitweilige Stockung der Tilgungen bei einzelnen Banken zu einer Verschlechterung der Liquiditätssituation aller Banken und von hier aus zu einer Verringerung der von den Banken gehaltenen Effektenbestände führen könnte. Sofern nicht schon von einem Mißverhältnis der beiden Größen Sparneigung und Neuinvestition ausgegangen wird, sofern also die Entscheidung zu sparen und die Entscheidung zu investieren sich optimal entsprechen, müßte — nach der rein quantitativen Betrachtungsweise Keynes' — gefolgert werden, Fehlinvestitionen, d. h. Investitionen, die verfehlen, sich in der Konsumsphäre als strukturell richtig zu legitimieren durch Heranziehung kaufkräftiger Nachfrage, seien lediglich eine, gesamtwirtschaftlich indifferente Nachfrageverschiebung: Nachfrageausfall bei der einen Produktion bedeute insoweit Nachfragesteigerung bei der anderen; analog könnte geschlossen werden: wenn eine Fehlinvestition Zahlungsausfall bei der einen Bank hervorruft, müßte — sofern die Größen Sparentscheidung und Neuinvestition sich entsprechen und relativ unverändert bleiben — diesem Zahlungsausfall ein vermehrter Zustrom von Mitteln in Gestalt von Kundschafts- oder Spareinlagen gegenüberstehen, so daß sich für die G e s a m t h e i t der Banken kein Zwang ergäbe, ihre Effektenbestände erheblich zu verringern; oder: den verminderten Tilgungen, die einzelnen Banken zuströmen, müßte, unter den angegebenen Voraussetzungen, ein vermehrter Zustrom liquider Mittel zum Kapitalmarkt entsprechen, womit ein vermehrtes Angebot an Effekten seitens der Banken kompensiert würde durch eine vermehrte Nachfrage nach Effekten aus den Kreisen der sonstigen Wirtschaft und der eventuelle Druck auf den Kursstand aufgefangen würde.

Einer derartigen Argumentation könnte entgegengehalten werden, daß Fehlinvestitionen in erheblichem Ausmaß aus dem Grunde nicht gesamtwirtschaftlich indifferent sein können, weil infolge Reibungswiderständen, Zeitverzögerungen, kurz Friktionserscheinungen aller Art, die positive Wirkung des Nachfragezuwachses die negative Wirkung des völligen Nachfrageausfalles bei einer Unternehmung nicht kompensieren kann. Dies bedeutet, daß der Zahlungsausfall, den eine Bank dadurch erleidet, daß die Investition ihres Schuldners sich als Fehlinvestition erwies, nicht sofort und automatisch kompensiert wird durch eine Zunahme auf dem Kreditorenkonto dieser oder anderer Banken; es kann also ein erheblicher Zahlungsausfall bei einzelnen Banken die Liquiditätssituation der Bankengesamtheit beeinträchtigen, sie veranlassen, Effekten abzustoßen und dadurch den Kurs der (festverzinslichen) Wertpapiere drücken.

Es müßte schließlich beachtet werden, daß sehr große Verluste einzelner Banken das Vertrauen in die Solvenz der betreffenden Banken oder vielleicht aller Banken erschüttern können, mit der möglichen Folge, daß die Bargeldkassenhaltung der Unternehmungen zunimmt auf Kosten einer Abnahme der Giralgeldkassenhaltung; um eine allgemein um sich greifende Vertrauenskrise abzuwenden, können die Banken gezwungen sein, ihre „Liquidität", d. h. das Verhältnis zwischen der Gesamtheit der täglich fälligen Auszahlungsverpflichtungen und dem Kassenbestand, zu verstärken, in dem Sinne, daß ihr Bestand an notalem Geld relativ erheblich höher ist, als er vor Eintritt der Krise war. Banken müssen zu diesem Zweck Effekten in erheblichem Ausmaß abstoßen und die Folge eines Kursdruckes erscheint unvermeidlich.

dität aus und sei somit ursächlich für den sog. reinen Zinsfuß, einzugehen. „. . . . wenn die in allen zukünftigen Zeiten gültigen Zinssätze mit Gewißheit vorauszusehen wären, könnten alle zukünftigen Zinssätze aus den *gegenwärtigen*[644]) Zinssätzen . . . . abgeleitet werden, die wiederum der Kenntnis der zukünftigen Zinssätze angepaßt würden“ sagt Keynes[645]). Diese einigermaßen unklare Feststellung Keynes' soll wohl folgendes ausdrücken: wenn objektiv feststünde, daß der Zinsfuß an einem späteren Zeitpunkt höher wäre als der gegenwärtige, und — gemäß der Voraussetzung — jedermann davon Kenntnis hätte, würde niemand Wertpapiere kaufen, während jeder, der Wertpapiere in Besitz hat, diese verkaufen wollte, aber eben wegen der allgemeinen, völlig sicheren Voraussicht des künftigen Zinsfußes keinen Partner für die geplante Effektentransaktion fände: die Folge wäre, so glaubt Keynes, daß eben der gegenwärtige Satz sofort dem zukünftigen angepaßt würde. Es würde also — nach der Ansicht Keynes' — unter der Voraussetzung einer vollkommenen, d. h. vollkommen sicheren und allgemeinen Voraussicht der künftigen Zinssätze ein völliger Ausgleich zwischen allen gegenwärtigen und allen (relevanten) zukünftigen Zinssätzen eintreten.

Keynes zieht also insoweit die Folgerung, der Eintritt völliger Voraussicht hinsichtlich der künftigen Zinssätze beseitige nicht den (reinen) Zinsfuß, sondern alle Verschiedenheiten zwischen den gegenwärtigen und künftigen Sätzen.

Gerade diese Folgerung aber dürfte Keynes nicht ziehen: denn sein zinstheoretisches Argument geht ja dahin, die unvollkommene Voraussicht bezüglich der künftigen Zinssätze als Bedingung für eine potentielle Bevorzugung der Barliquidität, und diese wiederum als notwendige Bedingung des (reinen) Zinsfußes darzustellen; bei Fortfall der letzten Bedingung des Zinsfußes müßte auch die bedingte Erscheinung, eben der Zinsfuß, entfallen.

Wenn die Ungewißheit über die künftigen Zinssätze Existenzbedingung einer Liquiditätsvorliebe[646]) und damit des Zinsfußes sein soll, könnte vollkommene Voraussicht der künftigen Zinssätze nicht bedeuten, Kenntnis jener Zinssätze, die bei Abwesenheit der vollkommenen Voraussicht eingetreten sein würden und die aus der Retrospektive festgestellt werden könnten. Jeder Zinsfuß soll ja nach Keynes eine Funktion der Abwesenheit völliger Voraussicht sein: der Zinsfuß, der z. B. 1940 bestanden haben würde und den eine 1950 verfaßte Wirtschaftsgeschichte registrieren könnte, wäre eine Funktion der Abwesenheit der vollkommenen Voraussicht und folglich könnte, wenn im Jahre 1938 plötzlich vollkommene Voraussicht einträte, dieser Zinsfuß nicht vorausgesehen werden. Ein Faktum, dessen Existenzbedingung die objektive Ungewißheit ist, kann bei Wegfall der objektiven Ungewißheit nicht vorausgesehen werden. Wenn die vollkommene Kenntnis der künftigen Zinssätze bezogen werden sollte auf jene Sätze, die in der Zukunft in Abwesenheit der vollkommenen Kenntnis gelten würden, wäre das paradoxe Ergebnis zu verzeichnen, daß eben die — angeblich mit völliger Sicherheit — antizipierten Sätze n i c h t aktuell würden, da ja nach der Keynes'schen These der Fortfall jeglicher Liquiditätsvorliebe die Nachfrage nach Bar-

644) Kursiv bei Keynes.
645) Keynes, a. a. O. S. 142; im Original S. 168, letzter Absatz.
646) Daß dem nicht so ist, vgl. den vorigen Abschnitt.

geld vermindern würde: mit anderen Worten, die vollkommene Voraussicht wäre in Wahrheit keine vollkommene.

Es müßte also, logischerweise, wenn schon unvollkommene Voraussicht die Existenzbedingung des (reinen) Zinsfußes sein soll, die vollkommene Voraussicht sich beziehen auf den (reinen) Nullzinsfuß, bzw. auf einen Zinsfuß, der nur eben die Anlage des Vermögens gegenüber der bequemeren Hortung anziehender macht.

Dies würde aber bedeuten, daß die Kenntnis zukünftiger Zinssätze die Kenntnis des Wesens des Zinsfußes — wie es Keynes erscheint und wie Keynes es in seiner Allgemeinen Theorie aufgezeigt hat — und mithin der ganzen Zinstheorie voraussetzt; da aber die Zinstheorie nur ein Bestandteil der gesamten Wirtschaftstheorie ist, wäre Kenntnis der Zinstheorie gleichbedeutend mit Kenntnis der gesamten Wirtschaftstheorie; und da die Wirtschaftstheorie nichts ist, als die Aussage über die näheren und ferneren Folgeerscheinungen wirtschaftlicher Handlungen und wirtschaftlicher Tatbestände — diese Folgeerscheinungen bestimmt sind durch die verschiedenen individuellen und gesamtheitlichen Reaktionen auf eine gegebene wirtschaftliche Handlung bzw. einen gegebenen wirtschaftlichen Tatbestand, — durch die weiteren Reaktionen auf diese Reaktionen usw. usw. —, müßte jeder einzelne die Wirkungen seines Handelns auf die anderen Menschen und deren Handlungen, seine eigenen Reaktionsweisen auf die Handlungen der anderen usw. kennen. Jeder Mensch würde also den Ablauf der sog. freien Verkehrswirtschaft vollkommen überblicken.

Die vollkommene Voraussicht der künftigen Zinssätze müßte aber nicht nur die Kenntnis einer vollkommen richtigen Wirtschaftstheorie bedeuten, sondern weiter die Kenntnis aller künftigen, konkreten wirtschaftlichen und außerwirtschaftlichen Faktoren (soweit die letzteren wirtschaftlich relevant sind). Daraus geht hervor: vollkommene Voraussicht der künftigen Zinssätze ist eine derartig unmögliche Bedingung, die Konsequenzen dieser vollkommenen Voraussicht überhaupt so unvorstellbar und unabsehbar, daß allein diese Tatsache Keynes darauf hätte aufmerksam machen müssen, daß die Erscheinung des reinen Zinsfußes nicht von der Existenz unvollkommener Voraussicht abgeleitet werden kann.

Keynes hat übersehen, daß vollkommene Kenntnis der zukünftigen Zinssätze überhaupt nicht möglich wäre ohne eine viel universellere, vollkommene Voraussicht, also ohne die Kenntnis der gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge und ohne die Kenntnis aller zukünftigen relevanten wirtschaftlichen Faktoren. Es ist überhaupt nicht vorstellbar, wie sich die Handlungen des einzelnen, die Handlungen aller Einzelnen und der Gesamtheiten, wie sich das wirtschaftliche Zusammenleben in einer Gemeinschaft gestalten würde bei Eintritt der vollkommenen Voraussicht: es kann der Schluß gezogen werden, daß eine sog. freie Verkehrswirtschaft, auf deren Probleme Keynes ja abstellt, unmöglich wäre unter dieser Bedingung.

Keynes hätte erkennen müssen, daß ein Umstand —, eben die Tatsache, daß die Menschen die Zukunft nicht kennen und nicht mit absoluter Sicherheit errechnen können —, der Bedingung ist für das wirtschaftliche Zusammenleben der Menschen in den Formen einer sog. freien Verkehrswirtschaft,

unmöglich Bedingung eines spezifischen Phänomens des betrachteten Wirtschaftssystems sein kann.[647])

647) Wir können hier die Stellungnahme O. Morgensterns (Vollkommene Voraussicht und wirtschaftliches Gleichgewicht) zu dem Versuch J. R. Hick's, die Abwesenheit vollkommener Voraussicht hinsichtlich aller wirtschaftlich relevanten Fakten der Zukunft als notwendige Bedingung der Existenz des Geldes als Zahlungsmittel und als Wertträger aufzuweisen, zitieren: es ergab sich ja, daß Keynes'Bedingung der vollkommenen Kenntnis der künftigen Zinssätze auf das Gleiche hinausläuft, wie die Bedingung einer universellen Kenntnis aller künftiger wirtschaftlich relevanter Fakten.

O. Morgenstern sagt (a. a. O. S. 342): „Vorausgesehen werden sollen „wirtschaftliche" Dinge und Ereignisse. Unter der zulässigen Annahme, es sei genau bekannt, was darunter zu verstehen ist (z. B. Preise, Produktionserträge usw.), findet man, daß infolge der Interdependenz aller wirtschaftlichen Prozesse und Gegebenheiten untereinander und dieser mit allen anderen Tatsachen, kein noch so kleiner Ausschnitt aus dem Geschehen angegeben werden kann, dessen Voraussicht nicht zugleich die Voraussicht des gesamten Restes bedeutete."

„Es ist wesentlich, hier bereits darauf hinzuweisen, daß die Voraussicht komplexer wirtschaftlicher Größen, z. B. Preise, Geldströme, Kosten, Gewinne usw. eben wegen der Vollkommenheit dieser Voraussicht bedingt, daß auch die Konstituenten dieser komplexen Größen mit vorausgesehen werden. Die wichtigsten und letztlich entscheidenden Elemente dieser Art sind die i n d i v i d u e l l e n V e r h a l t e n s a k t e, aus denen die komplexen Größen hervorgehen. Das vorausschauende Individuum muß also nicht nur genau den Einfluß seines eigenen Handelns auf die Preise kennen, sondern auch den aller Individuen und den seines eigenen zukünftigen Verhaltens auf das der anderen, namentlich der für ihn persönlich relevanten. Der Kreis dieser relevanten Individuen ist außerordentlich groß, da doch auch alle indirekten Wirkungen genau mit vorausgesehen werden müssen. Wie man sieht, wird man bei vernünftiger Abgrenzung der Voraussicht . . . . sehr enge Schranken aufrichten müssen; dann ist es aber wieder keine „vollkommene" Voraussicht. Diese, wenn sie nicht begrenzt wird, führt übrigens dazu, daß die Individuen auch eine vollständige Einsicht in die . . . . . . theoretische Oekonomie haben müssen, denn wie anders sollten sie sonst die Fernwirkungen voraussehen können?"

„Man überzeugt sich unschwer, daß hier ein u n a u f l ö s b a r e s P a r a d o x o n vorliegt. Die Situation wird nicht verbessert, sondern noch wesentlich verschlechtert, wenn wir statt zwei Individuen mehrere annehmen, sofern wir sie — wie z. B. beim Tausch — in eine Stellung zueinander bringen . . . . I m m e r l i e g t e i n e u n e n d l i c h e K e t t e v o n w e c h s e l s e i t i g v e r m u t e t e n R e a k t i o n e n u n d G e g e n r e a k t i o n e n v o r. D i e s e K e t t e k a n n n i e m a l s d u r c h d e n A k t d e r E r k e n n t n i s, s o n d e r n i m m e r n u r d u r c h d e n W i l l k ü r a k t, d u r c h e i n e n E n t s c h l u ß a b g e b r o c h e n w e r d e n. Dieser Entschluß müßte aber von den betrachteten zwei oder mehreren Individuen auch wieder vorausgesehen werden, wodurch bewiesen ist, daß das Paradox bestehen bleibt, wie immer man die Sache auch wenden und drehen mag." (a. a. O. S. 344).

„Um aber Mißverständnissen vorzubeugen, muß jedoch gesagt werden, daß folgende Annahme zu keinem Widerspruch führt . . . . Es kann eine Gruppe von Wirtschaftssubjekten eine vollkommene Kenntnis der Wissenschaft haben, aber diese müssen dabei nicht wesentlich anders in die Zukunft schauen, als es die Menschen heute tun. Diese Individuen zeichnen sich nur durch tieferen Einblick in die Zusammenhänge aus, die sich aus dem Ansatz der Daten ergeben. Aber in diesen Ansätzen können sie sich irren, kann sich Optimismus und Pessimismus äußern usw. . . . ." (S. 349/350).

„Aus den gesamten Darlegungen ergibt sich, daß die Annahme vollkommener Voraussicht aus der Theorie ausscheidet. . . . . . . Zunächst ergibt sich, daß alle an „vollkommene Voraussicht" geknüpften Folgerungen falsch sind, bzw. soweit es sich um empirische Beobachtungen handelt, diese in der Luft hängen . . . . . Die Risikotheorie bedarf eines völligen Neuaufbaues." (S. 356).

Schluß.

Wir können die Ergebnisse der bisherigen Ausführungen folgendermaßen zusammenfassen: Der Versuch Keynes', die Erscheinung des Zinses aus der Alternative Horten — Anlegen abzuleiten, muß als gescheitert angesehen werden, weil die Existenz einer grundsätzlichen Liquiditätsvorliebe nicht anerkannt werden kann. Dies hintert nicht, anzuerkennen, daß der Begriff der Liquiditätsvorliebe ein brauchbares Instrument sein kann, gewisse Veränderungen des Marktzinsfußes vorläufig zu erklären: jedoch dürfte in vielen Fällen mit der Einführung des Begriffes der Liquiditätsvorliebe — in dem Sinne, in dem allein eine Liquiditätsvorliebe existieren kann, nämlich im Sinne der Erwartung eines Steigens des Marktzinsfußes — das letztlich zu Erklärende lediglich umschrieben sein.

Das Auftreten einer Liquiditätsvorliebe im Sinne der Antizipation eines steigenden Marktzinsfußes dürfte zweifellos — und hierin hat Keynes vollkommen recht — in erster Linie den Zinsfuß verändern und weniger die faktischen Hortbeträge. Die Unstimmigkeiten und Inkongruenzen, die Keynes' Ausführungen über die Einspielung des neuen Zinsfußes anhaften, resultieren letzten Endes daraus, daß es keine g r u n d s ä t z l i c h e Bevorzugung der Barliquidität gibt, sondern nur eine, von Fall zu Fall auftretende, durch Antizipation eines steigenden Marktzinsfußes ausgelöste; und diese kann unmöglich vorgestellt werden als eine Kurve, die verschiedene Höhen des Marktzinsfußes verbindet mit entsprechenden faktischen Hortmengen: wenn ein bestimmtes höheres Niveau des Marktzinsfußes antizipiert wird und der tasächliche Marktzinsfuß als Folge der durch diese Antizipation ausgelösten Dispositionen auf dieses Niveau steigt, dann wird keineswegs die „Liquiditätsvorliebe“ durch den höheren Zinsbezug „befriedigt“, sondern die Liquiditätsvorliebe entfällt überhaupt, sofern das antizipierte höhere Niveau des Zinsfußes tasächlich erreicht wurde.

Richtig und von hervorragender praktischer Bedeutung dürfte die Erkenntnis Keynes' sein, daß, unter den Bedingungen des Laissez-faire, die gegenwärtige Wirtschaft der kapitalistischen Länder mit einem langfristig ziemlichen starren Niveau des Zinsfußes zu rechnen hat — mag diese Beharrungstendenz ihre Ursache haben in institutionellen oder konventionellen oder sonstigen Faktoren. Richtig ist, daß tatsächlich der Marktzinsfuß nicht die Funktion erfüllt, die die klassische Doktrin ihm zugeschrieben hatte: an die Stelle jedes Ausfalles in der Konsumgüternachfrage eine Nachfrage nach Produktivgütern treten zu lassen. Und damit besteht immer die Möglichkeit bzw. sogar die Wahrscheinlichkeit, daß für die liberalistisch-kapitalistische Wirtschaft das Sparen und Nicht-Investieren d i e chronische und akute Schwierigkeit bildet.

Es muß aber darauf hingewiesen werden, daß, sofern die Analyse fruchtbar sein soll, die unzulängliche Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nicht als Datum, als unabhängige Variable, in die Untersuchung eingeführt werden darf, wie es Keynes meist tut, sondern daß das Phänomen einer unzureichenden Veranlassung zur Investition gewisse tiefer liegende Ursachen hat, die aufgezeigt werden müssen.

Literaturverzeichnis.

A. Amonn: Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 147, H. 1, S. 1—27, und H. 2, S. 129—157.

J. W. Angell: The Components of the Circular Velocity of Money, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 2, S. 224—272.

P. Bauer: Die Allgemeine Theorie von Keynes und ihre Kritiker, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 99—106.

F. Baumann: Keynes' Revision der liberalistischen Nationalökonomie, in: Zeitschrift f. Sozialforschung, Bd. V, No. 3, S. 384—403.

K. Bode: „Prosperität und Depression" (Besprechung von G. v. Haberler's Prosperity and Depression), in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VIII, H. 5, S. 597—614.

E. v. Böhm-Bawerk: Geschichte und Kritik der Kapitalzinstheorien. Innsbruck, 1900.

— Positive Theorie des Kapitals, 4. Auflage. Innsbruck, 1921.

A. Boér: Kapitaltheorie und Kapitalbildung, in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 147, H. 1, S. 28—54.

H. Bolza: Dialektische oder rationale Methoden in der Nationalökonomie. Eine Erwiderung an J. M. Keynes. München, 1936.

W. Brißelmayr: Hat Keynes recht? (Zu: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes München, 1936.), in: Allgemeines statistisches Archiv, Jahrgang 26, No. 4, S. 480—483.

G. Cassel: Die „Allgemeine Theorie" von Prof. Keynes (besonders zum Problem des Sparens und des Fortschrittes), in: Internationale Rundschau der Arbeit, Jahrgang 15, H. 12, Bd. 2, S. 1081—1089.

— Theoretische Sozialökonomik, 5. Auflage. Leipzig, 1932.

D. G. Champernowne: Unemployment, Basic and Monetary: The Classical Analysis and the Keynesian, in: Review of Economic Studies, Vol. III, No. 3, S. 201—216.

J. B. Clark: Ueber das Wesen des Kapitals, in: Zeitschrift f. Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, Bd. 16, S. 426 ff.

M. Curtis: Is Money Saving Equal to Investment? in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 4, S. 604—625.

K. Diehl: Theoretische Nationalökonomie. Jena, 1933. (4. Band: Lehre von der Distribution.)

W. Egle: Zur Frage des „neutralen" Geldes. in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 12—30.

P. T. Ellsworth: Mr. Keynes on the Rate of Interest and the Marginal Efficiency of Capital, in: Journal of Political Economy, Vol. XLIV, No. 6, S. 767—790.

W. Eucken: Kapitaltheoretische Untersuchungen. Jena, 1934.

G. v. Eynern: Keynes leicht zu machen (Anregung zu einer leicht faßlichen Darstellung seiner Lehre), in: D. deutsche Volkswirt, Jahrgang 11, H. 36, S. 1750—1753.

C. Föhl: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf. München und Leipzig, 1937.

— Zur Theorie des Beschäftigungsgrades, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 46, H. 3, S. 635 bis 652.

A. Forstmann: Arbeit oder Beschäftigung? Kritische Betrachtungen zu J. M. Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung", in: Finanz-Archiv, Bd. VII (N. F.), H. 13, S. 375—488.

— Ueber produktive und nicht-inflatorische Kreditgewährung, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, H. 3, S. 543—597.

Tj. Greidanus: De ontwikkeling van Keynes' Economische theorieen, in: Economist, Vol. 85, No. 10, S. 697—738.

H. Gestrich: Keynes und die Nationalökonomie. Gegen den Abbruch der wissenschaftlichen Tradition, in: Bank, Jahrgang 30, H. 46, S. 1564—1570.

G. v. Haberler: Mr. Keynes' Theory of the "Multiplier". A Methodological Criticism, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VII, H. 3, S. 299—305.

— Prosperity and Depression.

L. A. Hahn: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites, 3. Auflage. Tübingen, 1930.
— Die „verfügbaren Mittel" der Börse, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IX, H. 1, S. 12—30.
A. H. Hansen: Mr. Keynes on Underemployment Equilibrium, in: Journal of Political Economy, Vol. XLIV, No. 5, S. 667—685.
— Harrod on the Trade Cycle, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 3, S. 509 bis 531.
Ch. O. Hardy: The General Theory of Employment, Interest and Money, in: American Economic Review, Vol. XXVI, No. 3, S. 490—493.
R. F. Harrod: Mr. Keynes and Traditional Theory, in: Econometrica, Vol. V, No. 1, S. 74—86.
R. G. Hawtrey (B. Ohlin, D. H. Robertson): Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 187, S. 436 (424—443).
F. A. v. Hayek: Utility Analysis and Interest, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 181, S. 44—60.
F. H. Hermens: Der neue Keynes (The General Theory of Employment, Interest and Money) und seine Grenzen, in: D. österreichische Volkswirt, Jahrgang 28, H. 49, S. 939—941.
J. R. Hicks: Gleichgewicht und Konjunktur, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. IV, H. 4, S. 441—455.
— Mr. Keynes' Theory of Employment, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 182, S. 238 bis 253.
— Mr. Keynes and the "Classics". A Suggested Interpretation, in: Econometrica, Vol. V, No. 2, S. 147—159.
R. G. Holden: Mr. Keynes' Consumption Function and the Time-preference Postulate, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LII, No. 2, S. 281—296.
M. W. Holtrop: Die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, in: Beiträge zur Geldtheorie. Herausgegeben von F. A. v. Hayek. Wien, 1933.
F. Homann: Das „Sparen" als ein Grundproblem der Theorie der kapitalistischen Wirtschaft. Jena, 1927.
E. Huppert: Zur Zinstheorie von J. M. Keynes, in: D. deutsche Volkswirt, Jahrgang 11, No. 45, S. 1922—1942.
W. H. Hutt: The Price Mechanism and Economic Immobility (im Anschluß an Keynes), in: South-African Journal of Economics, Vol. IV, No. 3, S. 319—330.
J. M. Jeannenney: L'oeuvre Scientifique de quelques Economistes Etrangers: J. M. Keynes, in: Revue d' Economie Politique, Vol. L, No. 2, S. 358—392.
W. A. Jöhr: „Verbrauchsneigung" und „Liquiditätsvorliebe". Eine Auseinandersetzung mit J. M. Keynes, in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 146, H. 6, S. 641—662.
M. Kalecki: A Theory of the Business Cycle (im Anschluß an J. M. Keynes), in: Review of Economic Studies, Vol. IV, No. 2, S. 77—97.
J. M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money. London, Macmillan, 1936.
— Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Ins Deutsche übersetzt von Fritz Waeger. München und Leipzig, 1936.
— The General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 2, S. 209—223.
— Alternative Theories of the Rate of Interest, in: Economic Journal, Vol. XVLII, No. 186, S. 241—252.
— The „ex-ante" Theory of the Rate of Interest, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 188, S. 663—669.
— Vom Gelde (A Treatise of Money). Ins Deutsche übersetzt von Dr. C. Krämer. München und Leipzig, 1932.
J. M. Koopmanns: Zum Problem des „neutralen" Geldes, in: Beiträge zur Geldtheorie. Herausgegeben von F. A. v. Hayek. Wien, 1933.
C. Krämer: J. M. Keynes über Kapitalersparung und -anlegung, in: Schmollers Jahrbuch, Jahrgang 61, Nr. 3.
— Zins und Kapitalmarkt in neuer Beleuchtung (Zu Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money), in: Sparkasse, Jahrgang 56, H. 12, S. 221—226.
— Keynes' Allgemeine Theorie, in: Währung und Wirtschaft, Jahrgang 5, H. 4, S. 53—57.
G. Kroll: J. M. Keynes' neue Geldtheorie, in: Die deutsche Volkswirtschaft, Jahrgang 5, Nr. 11, S. 338—341.
— Neutrales Geld und Kapitalbildung. Berlin, 1935.

A. Kruse (und H. Peter): Zu Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes", in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 146, H. 1, S. 61 ff.

E. Kuffler: Das neue Werk von J. M. Keynes, in: Oesterreichische Zeitschrift f. Bankwesen, Jahrgang 2. Heft 2/3, S. 70—75.

L. M. Lachmann: Uncertainty and Liquidity-Preference, in: Economica, Vol. IV (N.S.), No. 15, S. 295—308.

Ad. Lampe: Zur Theorie des Sparprozesses und der Kreditschöpfung. Jena 1926.

C. Landauer: A Break in Keynes' Theory of Interest, in: American Economic Review, Vol. XXVII, No. 2, S. 260—266.

W. Lautenbach: Zur Zinstheorie von J. M. Keynes, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, H. 3, S. 493—525.

— Der Streit um J. M. Keynes' Theorie, in: Bank, Jahrgang 30, H. 17, S. 569—577.

W. W. Leontief: The Fundamental Assumption of Mr. Keynes' Monetary Theory of Unemployment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 1, S. 192—197.

— Implicit Theorizing: A Methodological Criticism of the Neo-Cambridge School, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 2, S. 337—351.

A. P. Lerner: Die Keynes'sche Theorie über Beschäftigung, Zins und Geld, in: Internationale Rundschau der Arbeit, Jahrgang 14, H. 12, S. 1101—1118.

— Saving Equals Investment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LII, No. 2, S. 297—309.

Ed. Lukas: Aufgaben des Geldes. Stuttgart und Berlin, 1937.

G. Lutfalla: Compte Rendu des Travaux de la 16. Réunion Européenne de la Société Internationale d'Econométrie (Oxford, 25—29 septembre 1936) (insbesondere zu Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money): in: Revue d'Economie Politique, Vol. LI, No. 2, S. 423—445.

K. Marx: Das Kapital. Band 1—3. 2.—4. Auflage. 1890.

H. Marzell: Das Kapitalzinsproblem im Lichte des Kreislaufes der Waren und des Geldes. Jena, 1927.

J. E. Meade: A simplified model of Mr. Keynes' system, in: Review of Economic Studies, Vol. IV, No. 2, S. 98—107.

J. K. Mehta: The Theory of Employment and Industrial Depression (zur Keynes-Debatte), in: Indian Journal of Economics, Vol. No. 69, S. 143—154.

H. Moeller: Die Lehre vom Gelde. Leipzig, 1925.

— Der Erkenntniswert der Tauschgleichung (in: Eheberg-Festgabe). Leipzig, 1925.

O. Morgenstern: Vollkommene Voraussicht und wirtschaftliches Gleichgewicht, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VI, H. 3, S. 337—357.

A. v. Mühlenfels: Die Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes (Bemerkungen zum Buche von Keynes), in: Schmollers Jahrbuch, Jahrgang 62, H. 2, S. 93—101.

G. Myrdal: Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse, in: Beiträge zur Geldtheorie, herausgegeben von F. A. v. Hayek. Wien, 1933.

A. M. Neumann: The Doctrine of Liquidity, in: Review of Economic Studies, Vol. III, No. 2, S. 81—99.

— Swedish Economists and British Economic Theory, in: Baltic and Scandinavian Countries, Vol. III, No. 1 (5), S. 82—87.

R. Nöll v. d. Nahmer: Der Volkswirtschaftliche Kreditfonds. Versuch einer Lösung des Kreditproblems. Berlin, 1934.

B. Ohlin: Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments (Keynes und und die Wicksell-Schule), in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 185, S. 53—69 und No. 186, S. 221—240.

— (D. H. Robertson und R. G. Hawtrey): Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 187, S. 424—428 (443).

F. Oppenheimer: Arbeitslosigkeit! Zu dem neuen Buch von J. M. Keynes, in: Zeitschrift f. schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, Jahrgang 73, H. 3, S. 428—450.

C. Pagni: Keynes contro i classici: una nuova teoria della occupazione, dell'interesse, e della moneta, in: Giornale degli economia, Vol. LII, No. 3, S. 197—201.

H. Peter: Keynes' neue Allgemeine Theorie, in: Finanz-Archiv, Bd. V, H. 1, S. 51—84.

— (und A. Kruse): Zu Keynes' „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes", in: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, Bd. 146, H. 1, S. 61 ff.

— Grundprobleme der theoretischen Nationalökonomie, I und II. Stuttgart, 1933 und 1934.

A. C. Pigou: Mr. J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, in: Economica, Vol. III (N. S.), No. 10, S. 115—132.

E. Preiser: Grundzüge der Konjunkturtheorie. Tübingen, 1933.

W. B. Reddaway: The General Theory of Employment, Interest and Money, in: Economic Record, Vol. XII, No. 22, S. 28—36.

D. H. Robertson: Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economic, Vol. LI, No. 1, S. 168—191.

— (B. Ohlin und R. G. Hawtrey): Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 187, S. 428 (424)—435(443).

— The Trade Cycle — an Academic View, in: Lloyds Bank Ltd. Monthly Review, No. 91, S. 502—511.

J. Robinson: The Long-Period Theory of Employment (anschließend an Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money), in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VII, Nr. 1, S. 74—93.

— Disguised Unemployment, in: Economic Journal, Vol. XLVI, No. 182, S. 225—230.

P. N. Rosenstein-Rodan: The Coordination of the General Theories of Money and Price, in: Economica, Vol. III (N. S.), No. 11, S. 257—281.

P. A. Samuelson: Some Aspects on the Pure Theory of Capital, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 3, S. 469—496.

G. v. Schanz: Artikel Börsenwesen, in: Wörterbuch der Volkswirtschaft, 4. Auflage, 1931, 1. Band, S. 445 ff.

R. Schüller: Keynes' Theorie der Nachfrage nach Arbeit, in: Zeitschrift f. Nationalökonomie, Bd. VII, No. 4, S. 475—482.

J. Schumpeter: The General Theory of Employment, Interest and Money by J. M. Keynes, in: Journal of the American Statistical Association, Vol. XXXI, No. 196, S. 791—795.

— Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. 5. Auflage, Wien, 1935.

G. C. Schwartz: The Risk Liquidity Theory of the Trade Cycle, in: Beiträge zur Konjunkturlehre: Festschrift des Institutes für Konjunkturforschung (Hamburg, Hanseatische Verlagsanstalt, 1936), S. 165—170.

H. R. Scott: J. M. Keynes in the London Times (How to avoid a slump?), in: Indian Journal of Economics, Vol. , No. 69, S. 199—203.

G. L. S. Shackle: Dynamics of the Crisis: A Suggestion. (im Anschluß an Hayek, Keynes, Kahn), in: Review of Economic studies, Vol. IV, No. 2, S. 108—122.

K. Shibata: Some Questions on Mr. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, in: Economic Review, Vol. XII, No. 1, S. 83—96.

F. W. Taussig: Employment and the National Dividend, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 1, S. 198—203.

H. Townshend: Liquidity-premium and the Theory of Value, in: Economic Journal, Vol. XLVII, No. 185, S. 157—169.

O. Veit: Sparen oder Verbrauchen? Zur Debatte um J. M. Keynes, in: Bank, Jahrgang 30, H. 50, S. 1691—1695.

J. Viner: Mr. Keynes on the Causes of Unemployment. A Review, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. LI, No. 1, S. 147—167.

V. F. Wagner: Geschichte der Kredittheorien. Wien, 1937.

Ad. Weber: Der neue Keynes. Eine „allgemeine" Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, in: Bank-Archiv, Jahrgang XXXVI, Nr. 12, S. 279—286.

— Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 4. Auflage. München und Leipzig, 1932.

K. Wicksell: Geldzins und Güterpreise. Jena, 1898.

O. v. Zwiedineck-Südenhorst: Allgemeine Volkswirtschaftslehre. Berlin 1932 (in: Enzyklopädie der Rechts- u. Staatswissenschaften, Abteilung Staatswissenschaften, XXXIII).

— Die Arbeitslosigkeit und das Gesetz der zeitlichen Einkommensfolge, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 34, No. 2, S. 361—386.

Ohne Verfasser: „Ist Keynes Marxist?" in: Die deutsche Volkswirtschaft. Jahrgang 6, Nr. 10, S. 326 ff.

Lebenslauf.

Ich wurde geboren am 8. Mai 1914 zu Fürth i. B. als Tochter des seinerzeitigen Landgerichtsrates August Hopf. Im Frühjahr 1933 absolvierte ich das Mädchenrealgymnasium in Nürnberg, und immatrikulierte mich anschließend erstmals an der Universität Erlangen. An der gleichen Universität legte ich im November 1936 die Diplomprüfung für Volkswirte ab. Anschließend widmete ich mich der Abfassung meiner Dissertation. Am 12. November 1938 promovierte ich bei der Philosophischen Fakultät der Universität Erlangen zum Dr. rer. pol. Ich besitze die deutsche Staatsangehörigkeit.

Pauline Hopf.